

EVROPSKÉ AUTOMOBILKY

Atraktivní ocenění BMW a VW

Datum vydání: 9.7.2010

Srovnávací analýza v automobilovém sektoru

BMW (Německo)

Aktuální doporučení: Koupit
Aktuální cílová cena: 48,7 EUR

Daimler (Německo)

Aktuální doporučení: Prodat
Aktuální cílová cena: 38,2 EUR

Fiat (Itálie)

Aktuální doporučení: Držet
Aktuální cílová cena: 8,5 EUR

PSA (Francie)

Aktuální doporučení: Akumulovat
Aktuální cílová cena: 24,5 EUR

Renault (Francie)

Aktuální doporučení: Prodat
Aktuální cílová cena: 28,9 EUR

Volkswagen – pref. (Německo)

Aktuální doporučení: Koupit
Aktuální cílová cena: 87,9 EUR

Cílové ceny

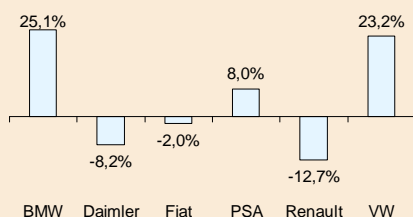
	[€]	Cena tržní*	Cena cílová	Rozdíl	Doporučení
BMW	38,9	48,7	25,1%	Koupit	
Daimler	41,6	38,2	-8,2%	Prodat	
Fiat	8,7	8,5	-2,0%	Držet	
PSA	22,7	24,5	8,0%	Akumulovat	
Renault	33,1	28,9	-12,7%	Prodat	
VW - pref.	71,3	87,9	23,2%	Koupit	

* tržní cena k závěru obchodování 8.7.2010
ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS, a.s.

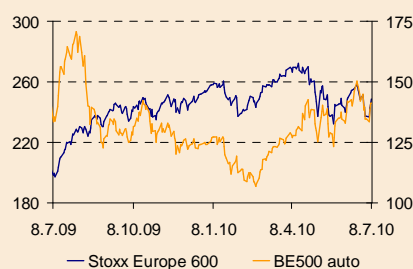
- Automobilový sektor je silně ovlivňován stavem a vývojem celkové ekonomiky, kde korelace změny HDP a změny prodejnosti je velmi vysoká (76% v USA, 1964 - 2009). Globální krize se podepsala na poklesu prodeje během let 2008 a 2009 celkově o více než 9% v Evropě a 35% v USA. V Číně, která se minulý rok vyhoupla na druhé místo na světě v prodejnosti automobilů, je situace odlišná a prodeje tam rostou dvouciferným tempem.
- Každý z výrobců, kterých se týká tato analýza, se s krizí vyrovnal jinak. Čistý zisk v kladných číslech si dokázali udržet pouze BMW a VW. Volkswagen také jako jediný v průběhu krize meziročně navýšoval celkové prodeje díky vysokému podílu prodeje v Číně. Automobilky PSA a Renault těžší z prodlouženého programu šrotovného ve Francii, Renaultu navíc pomáhá zaměření na malá a levná auta, jejichž prodejnost se v době krize zvýšila. Fiat zpočátku trpěl opožděným zavedením šrotovného v Itálii, nicméně očekáváme, že jeho zaměření na malá auta a silné postavení v Jižní Americe mu umožní zmírnit ztráty ze slábnoucího evropského trhu. Daimler v průběhu krize na prodeji velmi ztratil, a to jak v Evropě, tak v USA.
- Na evropském trhu očekáváme v roce 2010 pokles prodeje automobilů o 9,1%, v USA po hlubších propadech dřívější oživení o 16,7%. V Číně vidíme v roce 2010 nárůst prodeje o 32%. Tržby automobilek pak budou v dalším období ovlivněny (mimo jiné) tlakem na ceny ve vyspělých zemích a stále ještě nízkými cenami v rozvojových zemích (Čína, Jižní Amerika). V prodeji oproti roku 2007 si podle nás nejvíce polepší VW a Fiat. V tržbách potom VW a BMW, stagnaci nebo pokles tržeb očekáváme u francouzských výrobců PSA a Renault.

- Výsledné ocenění vychází ze srovnávací analýzy poměrových ukazatelů EV/EBITDA a P/E jednotlivých společností a započtení diskontu, resp. prémie v odpovídající výši. Doporučení „Koupit“ dáváme akciím BMW a VW, „Akumulovat“ akciím PSA, „Držet“ pro akcie Fiatu a „Prodat“ doporučujeme akcie společností Daimler a Renault.

Rozdíl cílové ceny vůči tržní ceně



Vývoj indexů Stoxx Europe 600 a BE500



AUTOMOBILOVÝ PRŮMYSL CELOSVĚTOVĚ

Automobilový průmysl v dnešní době a zvláště ve vyspělých zemích tvoří důležitou součást ekonomiky. Každým rokem se na celém světě prodá přes 60 mil. nových vozů. V Evropě je nyní v provozu okolo 230 mil. automobilů, v USA jde o 250 mil. aut. Například v Evropské unii vytváří přímo nebo nepřímo tento sektor 12 milionů pracovních míst, daňové odvody dosahují ke 3,5% HDP za celou EU. Výdaje na výzkum a vývoj přesahují za některé výrobce automobilů částky přes 3 mld. EUR, které v ostatních sektorech stěží dosahují i ty největší společnosti (většinou do 1 mld. EUR). Geografické rozložení prodaných automobilů v roce 2009 je uvedeno v tabulce.

Globální pohled na prodeje automobilů

		Evropa	USA	Čína	Celkově
Prodeje	tis. ks	14 489	10 601	13 622	62 500
Podíl na světových prodeích	%	23,18%	16,96%	21,79%	/
Penetrace	aut/os.	483	854	34	/

ZDROJ: ACEA, Wards Auto, Bloomberg, CYRRUS, a.s.

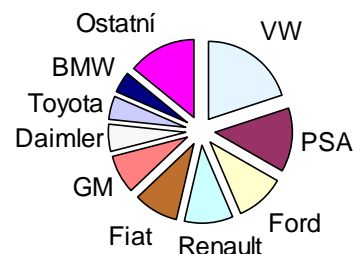
Nejvyšší podíl prodaných automobilů je v Evropě. Ještě v roce 2008 následovaly v pořadí USA a Čína, nicméně Čína díky silné poptávce v roce 2009 předběhla USA a je nyní velmi blízko hodnotám prodeje na starém kontinentě. Pokud bychom však poměřovali prodeje za jednotlivé státy na světě, byla by Čína na prvním místě již dnes. Ze všech prodaných automobilů jich většina (cca 80%) spadá do kategorie osobních vozů.

PORCOVÁNÍ TRHŮ

Evropští výrobci automobilů, na které se zaměřuje tato analýza, soupeří ve všech zmíněných regionech o tržní podíl. V následujících grafech je znázorněn stav tržních podílů významných světových automobilek v Evropě a USA.

Podíl výrobců na evropském trhu

	2005	2006	2007	2008	2009
Volkswagen	18,9%	18,6%	18,3%	19,0%	19,9%
PSA	13,7%	13,2%	13,2%	13,1%	13,5%
Ford	10,9%	10,4%	10,7%	9,9%	10,3%
Renault	9,8%	9,9%	9,4%	9,5%	9,8%
Fiat	6,6%	8,3%	8,8%	9,0%	9,3%
GM	10,6%	9,6%	9,6%	9,0%	8,4%
Daimler	6,2%	6,5%	5,9%	6,2%	5,4%
Toyota	5,3%	5,3%	5,4%	4,9%	4,8%
BMW	5,2%	4,3%	4,6%	4,8%	4,4%



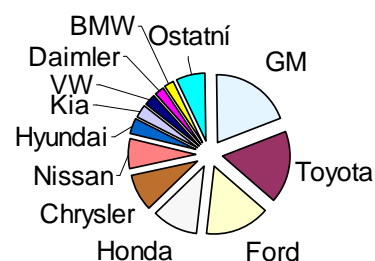
ZDROJ: ACEA, CYRRUS, a.s.
* graficky stav ke konci roku 2009

V Evropě mají námi sledovaní výrobci evidentně silné postavení. Poměrně významné podíly si stále drží i američtí Ford a General Motors (GM), nezanedbatelně se zde na prodejích podílí také japonská Toyota. Z časového průběhu tržních podílů můžeme vysledovat, jak si v průběhu finanční krize dokázaly zvýšit podíl na evropském trhu ty automobilky, které se soustředí na výrobu cenově dostupnějších vozů. Zároveň šlo převážně o zvýšení tržních podílů evropských automobilek (vyjma BMW a Daimler). Velkou roli zde hrály

přímé vládní podpory směřované právě do evropských automobilek. Jediným mimoevropským výrobcem, který si dokázal svůj tržní podíl v tomto regionu zvýšit, byl Ford.

Podíl výrobců na trhu USA

	2005	2006	2007	2008	2009
GM	25,6%	23,9%	23,2%	21,9%	19,6%
Toyota	13,0%	15,0%	16,0%	16,5%	16,7%
Ford	17,0%	16,0%	14,6%	14,2%	15,3%
Honda	8,4%	8,9%	9,4%	10,6%	10,9%
Chrysler	13,2%	12,6%	12,6%	10,8%	8,8%
Nissan	6,2%	6,0%	6,5%	7,1%	7,3%
Hyundai	2,6%	2,7%	2,8%	3,0%	4,1%
Kia Motors	1,6%	1,7%	1,9%	2,0%	2,8%
Volkswagen	1,8%	1,9%	2,0%	2,3%	2,8%
Daimler	2,2%	2,4%	2,1%	2,4%	2,4%
BMW	1,8%	1,8%	2,0%	2,3%	2,3%



ZDROJ: Wards Auto, CYRRUS, a.s.
* graficky stav ke konci roku 2009

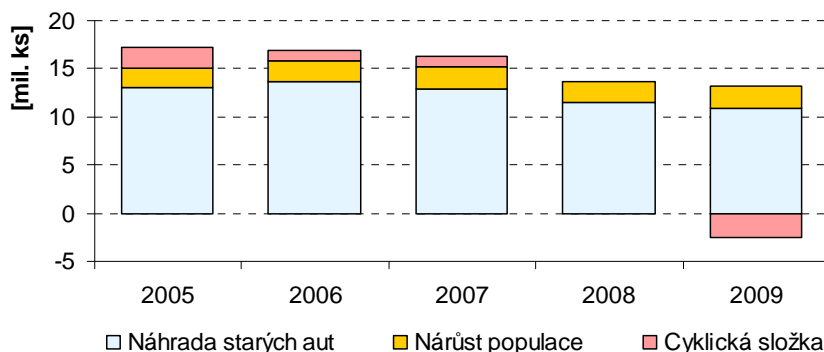
Na trhu v USA místní výrobci naopak v průběhu posledních let svůj tržní podíl ztrácí. S výjimkou Fordu (změna 2008/2009), tři největší američtí výrobci (GM, Ford, Chrysler) ztrácí tržní podíl na domácí půdě již několik let v řadě. Jsou vytlačováni ostatními světovými výrobci, v pořadí japonskými, korejskými a evropskými, kteří dokáží svou nabídku lépe přizpůsobit požadavkům amerického zákazníka. Na americkém trhu byla takřka od počátku motorizace standardem velká auta s objemnými motory. Vysoká spotřeba těchto aut nehrála v minulosti při výběru vozu velkou roli díky nízkým cenám pohonných hmot. Situace se však v poslední době změnila, cena ropy od devadesátých let stoupla na čtyřnásobek a proto důležitou vlastností, která je dnes v USA u automobilů požadována, je nižší objem motoru a nižší spotřeba paliva.

PROČ SE AUTA KUPUJÍ? STRUKTURA POPTÁVKY V EVROPĚ A USA

Trhy v Evropě, USA a Číně se liší svými charakteristikami co do struktury poptávky po nových autech. Do značné míry je tato struktura odvislá od penetrace automobilů na daném trhu.

Evropa a USA jsou trhy s vysokou penetrací automobilů a poptávka po nových vozech je zde dána převážně potřebou náhrady starých aut novými. Další složku zde tvoří nárůst počtu obyvatel a poptávka je také ovlivněna cyklickou složkou, jejíž výše je odvislá od stavu a vývoje hospodaření země (HDP, příjmy obyvatel aj.) a může být i záporná.

Struktura poptávky po automobilech v USA



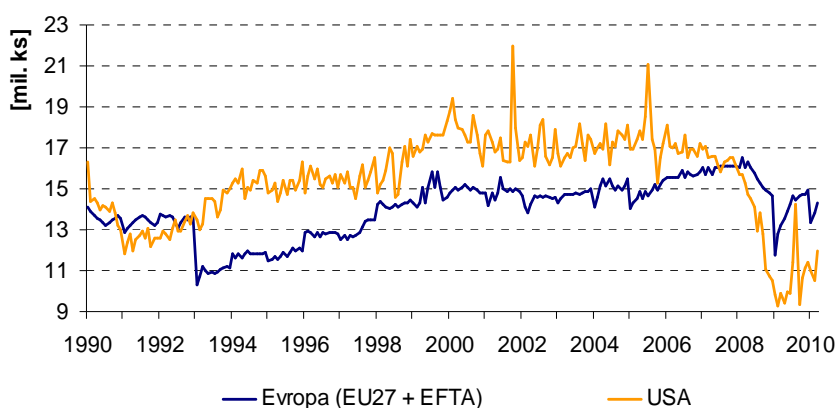
ZDROJ: Eurostat, CYRRUS, a.s.

Podíváme-li se na rozložení prodejů podle typu poptávky v letech 2005 až 2009 v USA, vidíme jasnou převahu prodejů za účelem obnovy aut. Složka nárůstu populace zůstává v průběhu let víceméně konstantní. Podstatnou součástí struktury, která největší měrou ovlivňuje celkový počet prodaných aut, je pak cyklická složka. Jak je vidět z grafického srovnání, od roku 2005 postupně klesala. V letech 2008 a 2009 byla záporná (dle našeho modelu v r. 2008 - 125tis. , v r. 2009 -2,5 mil.) a celkový počet prodaných aut se tak snížil na 13,5 mil. v roce 2008 a 10,6 mil. v roce 2009. Spolu s cyklickou složkou klesalo od roku 2006 i množství aut kupovaných za účelem výměny starého vozu. Důvodem zde pro obě složky byla klesající celková ekonomická výkonnost a nástup finanční krize. Více se na průběh prodejů a faktory, které jej ovlivňují, zaměřujeme v další části analýzy.

PROPAD V KRIZI, POMOC ŠROTOVNÝM A ČÍNSKÁ NADĚJE

Vývoj prodejnosti v čase můžeme pro Evropu a USA dobře znázornit s využitím měsíčních dat. V grafu (níže) je možné nalézt tři etapy vývoje v prodejnosti automobilů. První spadá do období devadesátých let, kdy prodeje v USA rostly tempem 2,3% ročně a v Evropě 1,2% (CAGR 1990-1999). Vysvětlení můžeme najít v celkovém výkonu hospodářství v USA a v Evropě, kdy byl v USA medián růstu HDP 3,6%, v Evropě 2,6% (medián 1990-1999). V letech 2000-2007 můžeme sledovat postupný pokles výkonu americké a evropské ekonomiky (medián HDP v USA 2,3%, v Evropě 2,0%). Růst prodejů pak již byl velmi mírný, v některých letech stagnoval či klesal (CAGR USA 2000-2007 -0,9%, Evropa 1,2%). Poslední období začíná rokem 2008 a pokračuje do současnosti. Zde se již projevily důsledky globální finanční krize. Na konci roku 2008 docházelo ke sblížení počtu prodaných vozů v obou regionech. Propady v prodejnosti aut pak byly mnohem hlubší v USA než v Evropě.

Měsíční SAAR prodeje v Evropě (EU27 + EFTA) a USA



* do roku 2002 řada „Evropa“ odpovídá EU15+EFTA2
ZDROJ: ACEA, BEA, CYRRUS, a.s.

Podle našeho názoru byl propad v Evropě menší (a v letech 2000-2007 CAGR kladný) díky započítání prodejnosti v nově přistoupených státech Evropské unie spadající do střední a východní Evropy, kde má díky nižší penetraci cyklická složka poptávky na celkové prodeje automobilů nižší vliv. V průběhu roku 2009 již docházelo k oživení poptávky, z velké části prostřednictvím podpůrných vládních programů ve formě tzv. šrotovného („scrapage programu“ v USA), které bude rozvedeno níže.

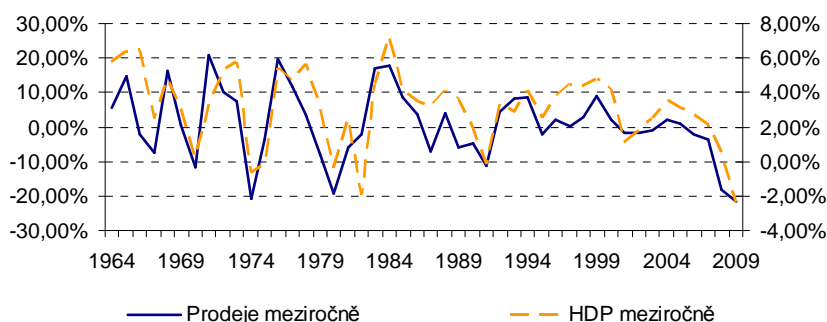
Mediány růstu HDP a CAGR prodejů

Období	Medián růstu HDP		CAGR prodejů	
	USA	Evropa	USA	Evropa
1990-1999	3,6%	2,6%	2,3%	1,2%
2000-2007	2,3%	2,0%	-0,9%	1,2%

ZDROJ: ACEA, Wards Auto, Bloomberg, CYRRUS, a.s.

Výše popsanou souvislost mezi prodeji a HDP v letech 1990-2007 lze najít a popsat na grafu, který srovnává procentuální změny v prodejnosti automobilů a vývoje HDP v USA za delší období (1964-2009). Korelace mezi těmito dvěma veličinami je v daném období 76%. Dá se také vysledovat, že v mnoha letech dokonce změna v prodejnosti předchází korelované změně v HDP.

Meziroční změna prodejů automobilů a HDP v USA



ZDROJ: BEA, Bloomberg, CYRRUS, a.s.

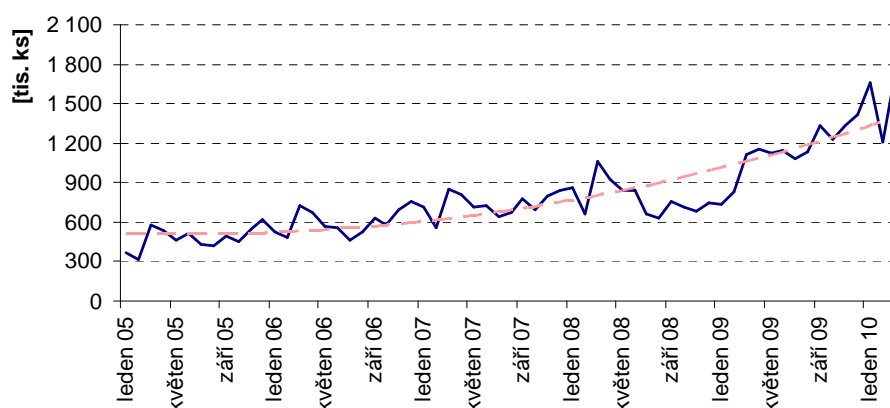
ČÍNA – POČÁTKY MOTORIZACE

Vývoj prodejů automobilů v Číně je vzhledem ke zmíněné nízké penetraci v současné době odlišný od vývoje v Evropě a USA. Poptávka je zde tvořena téměř výhradně zájemci o koupi jejich prvního nového automobilu. Velký vliv na ni má zvyšování životní úrovně obyvatelů. Z historických vývoju prodejnosti v jiných státech je čitelné, že prolomení bariéry 5000USD HDP/osobu/rok je signálem pro počátek silnějších nárůstů v prodejnosti automobilů. Tato bariéra by podle našeho předpokladu mohla být překročena mezi lety 2011 a 2012. Na konci roku 2008 bylo HDP na osobu 3325 USD a oproti HDP v roce 2007 (2675 USD) se zvýšilo o 650 USD.

Dnes je možné vyjmenovat několik faktorů, které posilují poptávku po automobilech v Číně:

- Velmi nízká penetrace trhu – pouze 3,4% obyvatel vlastní automobil.
- Šrotovné, uvedené v roce 2009, zůstane nadále v platnosti minimálně do konce roku 2010.
- Ekonomický růst Číny umožňuje stále většímu počtu lidí zakoupit si své první nové auto.
- Dle odhadů bylo 92% aut, zakoupených v roce 2009, zaplacené v hotovosti. Využívání služeb financování nákupu vozu v budoucnu pak může poptávku dále navýšit.

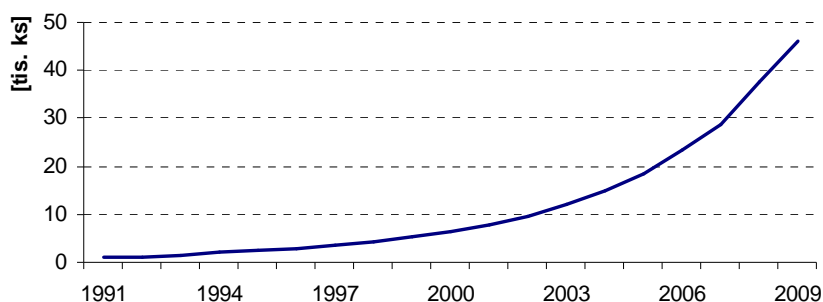
Měsíční prodeje v Číně



ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS, a.s.

Počínající motorizace v Číně od devadesátých let je dobře vidět na grafu vývoje celkového počtu aut, které jsou nyní v provozu. Vzhledem k výše uvedeným předpokladům odhadujeme, že růst z posledních let bude pokračovat ještě nejméně v roce 2010 a 2011.

Celkový počet aut v provozu v Číně



ZDROJ: Bureau of Statistics China, CYRRUS, a.s.

ŠROTOVNÉ

Český výraz, který se v Evropě a USA slovně transformuje do podoby „scrappage program“ či „fleet renewal scheme“. Tento program iniciovaný a řízený vládou dané země je určen na podporu výrobců automobilů v době globální finanční krize, kdy se prodeje automobilů dostaly na velmi nízké úrovni. Vzhledem k tomu, jak silně je automobilový sektor provázaný s dalšími průmyslovými odvětvími a jako reakce na obavy z ohrožení širšího okruhu firem, vlády mnoha zemí začaly přímo či nepřímo podporovat prodejnost automobilů.

Ve většině případů mělo šrotovné formu jednorázového příspěvku na nákup nového vozu po sešrotování vozu starého (např. v České republice). V některých státech to kromě jednorázových příspěvků byly i daňové úlevy na malé vozy či bezúročné půjčky nebo jejich kombinace. Mezi podmínky nutné pro udělení státní podpory patří nejčastěji minimální stáří likvidovaného vozu, mohou vymezovat také maximální emise zakoupeného vozu, jeho kategorii apod. Zmíněnými omezeními se tak program využil i k efektivní obnově vozového parku, kde mají větší zastoupení automobily s úspornějším provozem a jsou šetrnější k životnímu prostředí.

Snaha omezit negativní vliv automobilů na životní prostředí nezačala se šrotovným. Důraz, kladený na tzv. „eco“ provoz automobilů se zvyšuje již delší dobu. Některé země proto při zdanění nákupu nového vozu započítávají kromě jeho ceny i množství emisí vypouštěných do ovzduší nebo objem motoru.

Vybrané příklady formy a podmínek podpory v některých zemích (2009) jsou uvedeny v tabulce:

Šrotovné v Německu a Francii v roce 2009

Země	Podpora	Stáří	Podmínky nákupu nového vozu	Trvání
Německo (vyčerpáno)	2 500 €	> 9 let	Nové auto minimálně EURO4 Použité auto maximálně 1rok staré Celková výše podpory max. 5 mld. EUR	14.1.2009- 31.12.2009
Francie (prodlouženo do r. 2010)	1 000 €	> 10 let	Nové auto emise max 160g/km CO2 (kromě LCV) Celková výše podpory cca 380 mil. EUR	4.12.2008- 31.12.2009

ZDROJ: ACEA, CYRRUS, a.s.

V různých formách a za různých podmínek v roce 2010 byly nebo nadále zůstávají v platnosti programy na obnovu vozového parku v těchto zemích:

Šrotovné v roce 2010

Země	Trvání do
Francie	31.12.2010
Anglie	31.3.2010
Španělsko	30.9.2010
Rumunsko	neurčeno
Holandsko	31.3.2010
Lucembursko	31.7.2010
Portugalsko	neurčeno
Irsko	31.12.2010
Čína	neurčeno

ZDROJ: ACEA, CYRRUS, a.s.

DVĚ HLAVNÍ PROMĚNNÉ: HDP A CENY VSTUPŮ

V níže uvedené tabulce jsme shrnuli příležitosti a rizika, které je nutné podle našeho názoru započítat při vyhodnocování současného stavu automobilového průmyslu a jeho tržního ocenění v budoucnu.

Příležitosti a rizika v automobilovém průmyslu

Příležitosti	Rizika
Růst HDP vyšší než očekávaný	Růst HDP nižší než očekávaný
Velmi nízké stavy zásob	Vnímání zvýšeného rizika mezi investory
Rostoucí důvěra spotřebitelů	Další zvyšování cen vstupů
Překonání odhadů a vysoké meziroční růsty prodejnosti v Číně	Vypršení státních podpor bez prodloužení nebo nahrazení jinou formou podpory

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

Jak jsme již výše zmínili, korelace mezi změnou HDP a prodeji automobilů je vysoká (76%). Dá se proto předpokládat, že bude-li HDP i nadále růst, poptávka po automobilech se zvýší. Aktuální předpoklady růstu HDP pro další roky v USA a Evropě jsou - USA 2010: 3,2%, 2011: 3,1% , Evropa 2010: 1,1% , 2011: 1,45%; zdroj: Bloomberg. Pokud bude za jednotlivá období HDP vyšší než očekávaný, vidíme další potenciál v růstu produkce a prodeje a zvýšení tržního ocenění jednotlivých automobilek. Změna HDP pod očekávání trhu je pak v tomto ohledu významným rizikem snížení tržního ocenění tohoto sektoru.

V přímé souvislosti s HDP zde zmíníme také míru nezaměstnanosti. Aktuálně se pohybuje v Evropě i USA v blízkém okolí 10%. Výhledy na rok 2010 a 2011 jsou pro USA 9,6% a 9% , pro Evropu 10,2% a 10,0% (medián Bloomberg). Předpokládané snížení nezaměstnanosti v dalších letech je v souladu s očekávaným růstem HDP. Snížení nezaměstnanosti pod očekávání bude podporou pro větší růst HDP a potenciálem růstu tržního ohodnocení automobilového průmyslu. Naopak její stagnace nebo pouze mírný (menší než očekávaný) pokles je zde případným rizikem.

Důvěra spotřebitelů je v USA již nyní na úrovních z doby před započítáním finanční krize (vycházíme zde z údajů výzkumu „University of Michigan survey research“). Jelikož existuje vztah mezi důvěrou spotřebitelů a jejich výdaji, zvyšující se důvěra spotřebitelů může pozitivně ovlivnit produkci a prodeje v automobilovém sektoru. Zvýší-li se důvěra spotřebitelů, vidíme zde potenciál zvýšení tržního ocenění automobilového sektoru.

Dalším vlivem, který považujeme za významný, jsou velmi nízké stavy zásob automobilů (cca 60% oproti začátku roku 2008). Slábnoucí poptávka po automobilech z let 2008 a 2009 zapříčinila jejich nárůst, ovšem následná reakce v podobě snížení výroby vedla v konečném důsledku k postupnému snižování zásob až na zmíněné úrovni. Stav zásob od té doby stagnuje. V případě propadů prodejnosti o 9% v Evropě v roce 2010 by podle našich předpokladů

mohly zásoby zůstat na podobných úrovních. Propad 9% je podle našeho názoru mezi výrobci započítaný a objemy výroby pro rok 2010 jsou na základě těchto předpokladů již nastaveny. Nárůst zásob by proto mohl přijít až s vyšším, přibližně 12% poklesem prodejů, který je ovšem ze stávajících předpokladů méně pravděpodobný. Neměnná výše zásob by podpořila stabilitu cen automobilů (omezil by se tlak na snižování cen) a působila by tak pozitivně na tržby a zisky automobilek.

Prodejnost v Číně a jmenované faktory, které posilují poptávku po dalších automobilech, tvoří v této zemi obrovské příležitosti pro každého výrobce automobilů. Čína velmi výrazně zmírnila dopad finanční krize na celosvětové prodeje automobilů. V roce 2009 se zde prodalo více vozů než v USA a posunula se tak na druhé místo, naše predikce počítá s prvenstvím Číny v prodejnosti automobilů pro rok 2011 (viz dále). Prodeje v Číně překonávají odhady vysokým dvouciferným tempem již od roku 2009. Překonávání odhadů prodejnosti v Číně i dalších měsících či letech může vytvořit velký potenciál pro růst tržního ocenění automobilového sektoru.

Určitou překážkou pro další rozvoj je současné zvýšené vnímání rizika řadou investorů. Podíváme-li se na úrokové sazby korporátních dluhopisů evropských automobilek, najdeme jen minimální rozdíly mezi lety před krizí (2004-2007) a v jejím průběhu či dnes. Jelikož úrokové sazby centrálních bank v období finanční krize výrazně klesly, pak neměnné sazby korporátních dluhopisů potvrzují fakt, že riziková prémie požadovaná věřiteli vzrostla. Náklady na financování se tak automobilkám nesnížily. Pokud budou investoři požadovat rizikové prémie na stejné nebo vyšší úrovni, a to i v době, kdy budou centrální banky zvyšovat úrokové sazby, zvýší se výrobcům náklady na financování. To považujeme za riziko pro tržní ocenění automobilového sektoru.

Významně se do výsledků hospodaření automobilek promítají ceny vstupů. V automobilovém průmyslu jsou nejužívanější surovinami v pořadí polypropyleny, hliník, měď a ocel. V roce 2009 docházelo s postupným ožíváním ekonomik k růstu cen těchto materiálů. Hlavní důvod růstu cen je následující. Do prvního čtvrtletí roku 2010 uzavírali těžaři železné rudy a koksovatelného uhlí s ocelárnami kontrakty na dodávky na dobu jednoho roku. V prvním čtvrtletí 2010 se však těžaři (BHP Billiton, Vale mezi těmi největšími, ale např. i NWR či ArcelorMittal) dohodli na změně období uzavírání kontraktů z jednoho roku na čtvrtletí. Protože se cena nových kontraktů odvíjí od aktuální ceny na spotovém trhu se surovinami, která byla v té době vyšší v řádu desítek procent, ceny dodávek železné rudy a koksovatelného uhlí ocelárnám téměř skokově narostly. Ocelárny se teď snaží alespoň částečně promítnout zvýšení cen uhlí a železné rudy do cen oceli pro své odběratele. Přechod na čtvrtletní kontrakty podle předpokladů těžařů dlouhodobě v průměru zvýší ceny surovin.

Proti tomuto kroku se mezi jinými postavila ACEA (organizace sdružující evropské výrobce automobilů). Na druhou stranu z komentářů některých automobilek (Ford, Daimler) k růstu cen hlavních vstupních komodit zaznělo, že jsou na cenové výkyvy již připraveny (případně vliv omezují kombinací krátkodobých a dlouhodobých kontraktů). Pro ilustraci uvádíme přibližné změny cen nejdůležitějších komodit (cena z 2Q 2010 vs. 2Q 2009, u kovů údaje z LME – London Metal Exchange): polypropyleny +30%, měď +40%, hliník +20%, ocel +30%. Nejpoužívanější vstupní materiály pro výrobu automobilů tedy zdražily za poslední rok o 20-30%.

Za současné situace, kdy automobilky bojují o zákazníka především cenovou politikou, není možné plně promítnutí zvýšených cen vstupů do koncové ceny automobilu pro zákazníka a adaptace automobilek na vyšší ceny materiálů (snížení nákladů, zefektivnění výroby aj.) bude trvat delší dobu. Rizikem pro

zisky automobilek je další možné zvyšování cen surovin a následně oceli či jiných používaných materiálů. Šéf největší světové ocelárny ArcelorMittal, Lakshmi Mittal, uvedl, že podle jeho odhadů se ceny oceli ve druhé polovině roku zvýší oproti ceně z 1Q 2010 o dalších 21%. K dalšímu růstu cen může přispět také sílící poptávka v Číně a ožívání vyspělých ekonomik.

Co se týče vládních podpůrných programů, jejich platnost v mnoha zemích brzy vyprší. Tam, kde byly v roce 2009 využívány, pomohly k udržení prodejnosti, někde prodeje díky podpoře dokonce přesáhly úroveň z roku 2007. Několik programů zůstává nadále v platnosti do konce roku 2010 nebo déle. S jejich ukončením jsou spojeny dvě otázky. V případě, že budou ukončeny všechny najednou, je zde riziko, že prodeje skokově poklesnou (na přelomu let 2010 a 2011). Druhou otevřenou možností je zavedení jiných návazných podpůrných opatření.

PREDIKCE VÝVOJE NA JEDNOTLIVÝCH TRŽÍCH

Zatímco v Evropě a USA půjde více než o využití potenciálu trhu spíše o konkurenční (cenový) boj, automobilový sektor má před sebou velkou výzvu. A tou je Čína. V této části analýzy se podíváme na výhledy pro hlavní trhy, předložíme očekávané prodeje a předpokládané podíly sledovaných společností.

Predikce podílů jednotlivých regionů na světových prodejkch

[%], [tis. ks]	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Evropa	16 003	14 740	14 489	13 172	13 598	14 938	15 628
USA	16 460	13 493	10 601	12 367	13 903	15 422	16 026
Čína	8 785	9 363	13 622	17 985	20 898	22 808	25 189
Evropa	21,8%	20,9%	23,8%	18,7%	18,2%	18,5%	18,1%
USA	22,5%	19,1%	17,4%	17,5%	18,6%	19,1%	18,5%
Čína	12,0%	13,3%	22,3%	25,5%	27,9%	28,3%	29,2%

ZDROJ: ACEA, BEA, Bureau of Stats China, CYRRUS, a.s.

EVROPA – ŠROTOVNÉ STÁLE NA SCÉNĚ

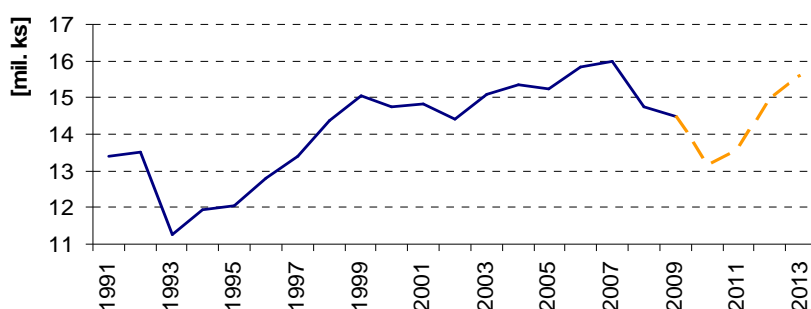
Očekáváme, že v roce 2010 bude ještě pokračovat pokles prodejků automobilů o 9,1% ze 14,5 mil. ks v roce 2009 na 13,2 mil. ks. Důvody vidíme ve slabém předpokládaném oživení ekonomického růstu (HDP 2010e 1,1% dle mediánu agentury Bloomberg), postupném ukončování programů šrotovného a předpokladu, že vládní podpory v roce 2009 zvýšily prodejnost na úkor roku 2010. Předpokládáme zde, že náhrada starých aut novými zůstane na průměrných úrovních z let před započítáním finanční krize, resp. před zavedením šrotovného. Efekt rostoucí populace čísla také částečně podpoří.

Struktura poptávky po automobilech v Evropě 2008 – 2013e

[mil. ks]	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Náhrady	14,38	13,50	10,92	11,03	11,15	11,33
Populace	1,12	0,99	0,75	0,64	0,65	0,66
Cyklická	-0,76	0,00	1,50	1,93	3,14	3,64
Celkem	14,74	14,49	13,17	13,60	14,94	15,63

ZDROJ: ACEA, Eurostat, CYRRUS, a.s.

Prodeje automobilů v Evropě (EU27 + EFTA) včetně predikce

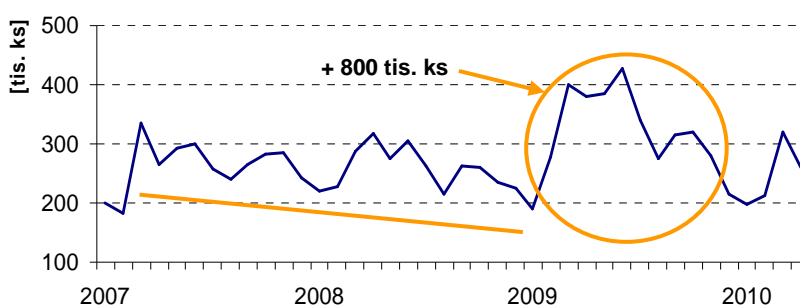


ZDROJ: ACEA, CYRRUS, a.s.

Na příkladu Německa, kde bylo šrotovné zavedeno 14.1.2009 a ukončeno 31.12.2010, můžeme ukázat, jaký vliv měl tento program na množství

prodaných automobilů. Na grafu vidíme, jak v roce 2007 a 2008 v Německu klesaly prodeje automobilů až k 190 tisícům v lednu 2009. Po spuštění programu se prodeje dostaly na několik měsíců nad 300 tis. ks, dvakrát dokonce nad 400 tis. ks. Sukončením programu se prodejnost vrátila k hodnotám roku 2008, blízko hodnot z období před zavedením šrotovného.

Měsíční prodeje osobních automobilů v Německu



ZDROJ: ACEA, CYRRUS, a.s.

Podobný vývoj jako v Německu očekáváme i v ostatních zemích, kde bylo šrotovné v roce 2009 v platnosti. V průběhu tohoto roku očekáváme poklesy po ukončení programů v Anglii (31.3.2010), Holandsku (31.3.2010), Lucembursku (31.7.2010) a Španělsku (30.9.2010). V letech 2011-2013 očekáváme růst prodeje automobilů na základě předpokládaného oživování ekonomiky.

Na domácí půdě mají evropské automobilky silné postavení. Největší tržní podíl si již léta drží Volkswagen (2009: 19,9%), následovaný PSA Peugeot-Citroën (2009: 13,5%). Poblíž desetiprocentní hranice se pohybují podíly Renaultu a Fiatu, Daimler s BMW se pak na celkových prodejích podílejí každý přibližně z 5%. Na trhu je nezanedbatelné působení dvou mimoevropských automobilek, a to Ford (2009: 10,3%) a General Motors (2009: 8,4%).

Svůj tržní podíl v roce 2009 dokázali zvýšit pouze PSA a Renault. Jako jeden z důvodů vidíme to, že Francie uvedla v platnost šrotovné jako první evropská země (4.12.2008). Díky tomu měly francouzské automobilky oproti zbytku trhu náskok a tento si udržely. Program na podporu prodeje automobilů zůstává v pozmeněné podobě v platnosti až do konce roku 2010 a proto předpokládáme, že podíly PSA a Renaultu budou nadále růst. U Renaultu započítáváme také předpokládaný pozitivní vliv spolupráce s Daimlerem (nové technologie, platformy, modely, motory aj). Malá auta v nižší cenové kategorii vyrábí také Fiat, u kterého očekáváme zvýšení tržního podílu od roku 2010.

Podíly sledovaných automobilek na evropském trhu včetně predikce

	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
BMW	5,6%	5,9%	5,3%	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%
Daimler	4,9%	5,0%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,4%
Fiat	9,6%	9,5%	9,3%	9,5%	9,5%	9,2%	9,2%
PSA	14,6%	14,5%	15,1%	16,5%	16,5%	16,0%	15,5%
Renault	10,1%	10,2%	10,6%	11,5%	11,5%	11,0%	11,0%
VW	24,1%	25,6%	24,1%	23,2%	23,6%	23,6%	23,5%

ZDROJ: ACEA, výroční zprávy, CYRRUS, a.s.

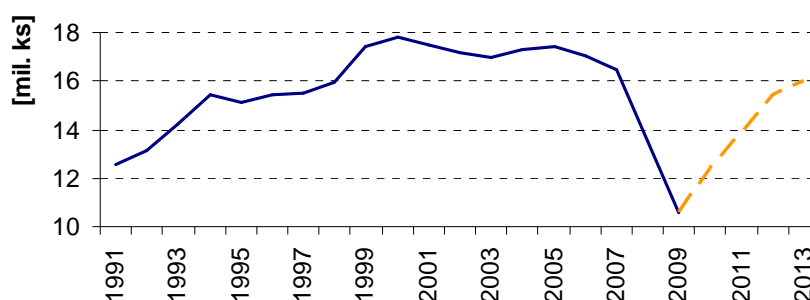
Naproti tomu ztráta tržního podílu postihla výrobce dražších a luxusnějších vozů. BMW a Daimler, oba v tomto ohledu v roce 2009 ztráceli. Snížení

poptávky po dražších vozech je v čase finanční krize přirozené. Na další roky předpokládáme, že se lidé budou k vozům této kategorie vracet. Relativní výhodu BMW v porovnání s Daimlerem vidíme v hodnotě značky, nových úspěšných modelech (např. X1) a velmi nízké spotřebě paliva motorů.

USA – DOMÁCÍ HRÁČI ZTRÁCÍ DECH

Hlavně díky značné restrukturalizaci a redukci výrobních kapacit dodavatelů a OEM výrobců (redukce až o jednu třetinu) a předpokládanému růstu ekonomiky v roce 2010 o 3,2% (medián Bloomberg) vidíme v USA pro rok 2010 růst počtu prodaných automobilů o 16,7% (YoY 2010/2009) na 12,4 mil. ks. Na růstu prodeje se bude podílet také navýšení poptávky po náhradě starých vozů a efekt zvyšujícího se počtu obyvatel. Na první pohled vysoký procentuální růst je dán tím, že v roce 2009 bylo prodáno za celé USA pouze 10,6 mil. ks vozů a 12,4 mil. ks, které předpokládáme na rok 2010 jsou stále nižší, než jaké byly v roce 2008 (2008: 13,5 mil. ks, 2009: 10,6 mil. ks, 2009/2008: -21%).

Prodeje automobilů v USA včetně predikce



ZDROJ: BEA, CYRRUS, a.s.

Cyklická složka v našem modelu pro USA zůstává záporná ještě v letech 2010 a 2011. Je to proto, že v USA tvoří cyklická složka v průměru (1990-2007) 1,2 mil. ks poptávky. V roce 2009 se pod vlivem dopadů finanční krize propadla hodnota cyklické složky velmi hluboko k -2,6 mil. ks. Předpokládané hodnoty -1,5, resp. -0,5 mil. ks pro roky 2010 a 2011 tak znamenají velmi citelné navýšení této složky a postupný návrat k průměrným hodnotám z let 1990-2007. Navyšování zakládáme na očekávaném růstu HDP USA.

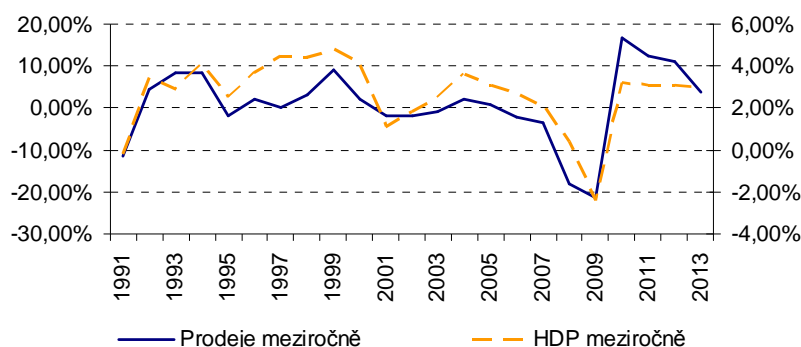
Struktura poptávky po automobilech v USA včetně predikce

[mil. ks]	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Náhrady	11,45	10,96	11,52	12,08	12,07	12,13
Populace	2,17	2,20	2,34	2,33	2,36	2,38
Cyklická	-0,13	-2,56	-1,50	-0,50	1,00	1,52
Celkem	13,49	10,60	12,37	13,90	15,42	16,03

ZDROJ: BEA, CYRRUS, a.s.

Následující graf byl uveden již dříve v této analýze, když byly popisovány jednotlivé trhy. Zde jej doplňujeme o predikované hodnoty meziročních změn prodeje a HDP pro léta 2010-2013. Na grafu jde dobře vidět, že námi předpokládané nárůsty prodeje v USA jsou v korelaci s očekávanou změnou HDP této ekonomiky. Pokračující korelace mezi těmito dvěma veličinami je zapříčiněna vysokým vlivem cyklické složky na celkové prodeje a předpokládáme, že cyklická složka bude mít v USA i v Evropě nadále rozhodující vliv vzhledem k vysoké penetraci automobilů.

Meziroční změna HDP a prodejů v USA včetně predikce



ZDROJ: Bloomberg, Wards Auto, CYRRUS, a.s.

V USA si dlouhodobě získávají své místo BMW, Daimler i VW, nicméně rok 2009 znamenal jistý útlum pro první dva zmíněné, převážně kvůli preferenci menších, provozně úspornějších a levnějších japonských a korejských automobilů, která místní výrobci nebo BMW a Daimler neuměli nabídnout. Počátkem roku 2010 jde z měsíčních statistik prodejů vidět lehké ztracení jejich tržních podílů. Vidíme proto v roce 2010 mírné snížení tržních podílů pro BMW a Daimler v USA. V dalších letech je podle našeho názoru pravděpodobné obnovení růstového trendu tržního zastoupení těchto dvou automobilek z důvodu, který jsme uvedli již pro evropský trh – lidé se začnou k dražším a luxusnějším autům vracet.

S širokou nabídkou od malých a levných aut k luxusním vozům se v USA prosazuje Volkswagen. Jeho tržní podíl zde narostl z 2% v roce 2007 na téměř 3% v roce 2009. Vzhledem k tomu, že na americkém trhu postupně ukrajují tržní podíl domácím výrobcům také japonské a korejské společnosti, zůstávají naše odhady na další roky pro VW na úrovni 3%, pro BMW a Daimler předpokládáme postupný návrat k hodnotám z roku 2008, resp. 2009.

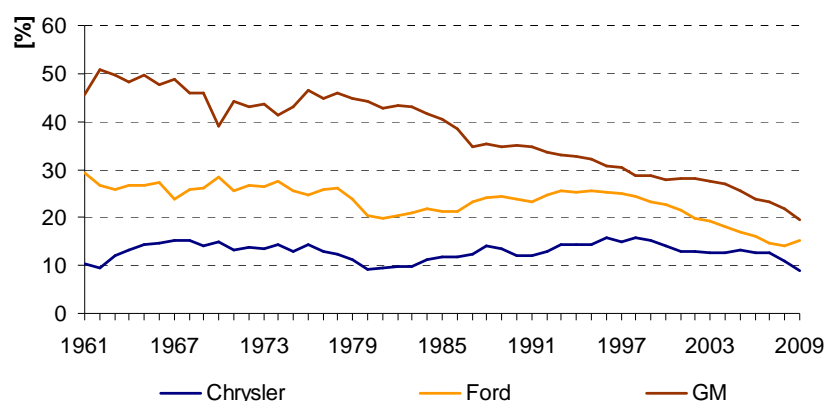
Podíly sledovaných automobilek na U.S. trhu včetně predikce

	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
BMW	2,04%	2,25%	2,28%	2,10%	2,10%	2,25%	2,25%
Daimler	1,54%	1,86%	1,91%	1,85%	1,90%	1,95%	1,95%
VW	2,00%	2,33%	2,81%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%

ZDROJ: Wards Auto, CYRRUS, a.s.

Přerozdělování tržních podílů v neprospěch GM, Chrysler a Ford není otázkou poslední doby. Tito výrobci pomalu ztrácí dominantní postavení na americkém trhu již od šedesátých let (dle dostupných statistik). Jako první si začaly svůj podíl navyšovat japonské automobilky (výrazněji během 80. let), které mají dodnes prvenství mezi mimoamerickými značkami (Toyota 16,7%, Honda 10,9%, Nissan 7,3%). Z evropských automobilek se více prosadil až Volkswagen v 90. letech (1% - 2%). Posledních 10 let je obdobím navyšování tržních podílů korejských automobilek, aktuálně Hyundai (4,1%) a Kia motors (2,8%) tržním podílem překonají Volkswagen (2,8%) či Daimler (2,4%) nebo BMW (2,3%).

Podíl domácích výrobců na U.S. trhu



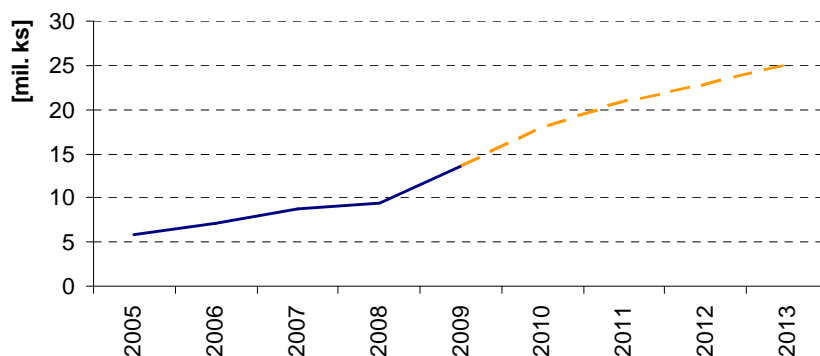
ZDROJ: Wards Auto, CYRRUS, a.s.

ČÍNA – VÝZVA SOUČASNOSTI

K předpokladu pokračování silného růstu poptávky v Číně nás vedou důvody, které jsme jmenovali dříve v části, kde byly trhy popisovány. Zopakujme zde nejdůležitější tři: nízká penetrace, časově neohraničené pokračování vládních podpor a zvyšování životní úrovně obyvatel – přibližování k hranici HDP 5000 USD v přepočtu na obyvatele a rok.

V našem modelu vycházíme z celkového počtu automobilů, které jsou v Číně v provozu a jeho predikce na další roky, dále započítáváme vliv vládních incentív v letech 2010 a 2011 a ve snížené míře v roce 2012.

Prodeje automobilů v Číně včetně predikce



Ročně		Měsíčně		
[mil. ks]	Prodeje	[mil. ks]	Prodeje	10/09
2009	13,6	2010 leden	1,7	126%
2010e	18,0	2010 únor	1,2	46%
2011e	20,9	2010 březen	1,7	56%
2012e	22,8	2010 duben	1,6	35%
2013e	25,2	Celkem	6,2	61%

ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS, a.s.

V tabulce jsou uvedeny naše odhady prodejů pro následující roky. Vezmeme-li 6,2 mil. aut prodaných za první 4 měsíce roku 2010, pak 11,8 mil. zbývajících do naší predikce 18 mil. ks by znamenalo 20% meziroční růst za období květen –

prosinec ve srovnání se stejným obdobím roku 2009. Tento růst je na základě výše zmíněných faktorů podle našeho názoru reálný, i po započtení rizika zpomalení ekonomického růstu Číny po případných zásazích vlády, které jsou v poslední době diskutovány.

Podíly sledovaných automobilek na čínském trhu včetně predikce

	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
BMW	0,70%	0,81%	0,73%	0,70%	0,75%	0,75%	0,75%
Daimler	0,31%	0,46%	0,49%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
PSA	2,38%	1,90%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
VW	10,36%	10,94%	10,28%	10,50%	10,30%	10,00%	10,00%

ZDROJ: BEA, CYRRUS, a.s.

Díky prudce rostoucímu trhu a poptávce je v Číně prostor téměř pro každého výrobce automobilů. Specifikem čínského trhu je, že v nově založené společnosti musí mít minimálně 50% podíl některá z čínských společností. Proto zde např. BMW vyrábí své vozy spolu s Brilliance China Automotive Holdings nebo Daimler s Beijing Automotive Industry Holdings a Northeast Asia Ltd. Toto omezení pro započítání provozu a výroby je překážkou pro mnoho výrobců. Fiat, který už v Číně vyráběl, ale ke konci roku 2007 ukončil spolupráci s místním partnerem, v roce 2008 a 2009 neprodal téměř žádné vozy (pouze minimum importovaných). Fiat předpokládá obnovení výroby v roce 2011, kdy by měl uzavřít dohodu o spolupráci s jedním z tamních výrobců.

Z evropských automobilek má v Číně nejsilnější postavení Volkswagen. V roce 2009 zde prodal 1,4 mil. ks vozů a výhledy VW hovoří o překonání hranice 2 mil. ks aut v letech 2010 – 2011 a 3 mil. ks v letech 2013 – 2014. Pro srovnání, výhledy prodeje GM jsou 3mil. ks až pro rok 2015. Podle našeho modelu je objem prodeje 2 mil. ks v letech 2011 – 2012 pro VW dosažitelný, konkrétně předpokládáme 1,9 mil. ks v roce 2010 a 2,2 mil. ks v roce 2011. Pro Daimler a PSA předpokládáme na další roky víceméně stejný tržní podíl, BMW by mohlo získat po uvedení očekávaného modelu X1 malou tržní výhodu (+0,05%). Protože má VW již nyní na čínském trhu relativně vysoký (a od r. 2005 víceméně stejný) tržní podíl, předpokládáme jeho pozvolné snižování k 10% hranici v následujících 4 letech.

VOLKSWAGEN VÍŤEZEM KRIZE

V další části analýzy předložíme konkrétní čísla prodejů automobilů za jednotlivé výrobce v minulých letech a očekávání prodejů na roky 2010 až 2013. Z těchto čísel pak, se započtením očekávaných průměrných cen na jednotlivých trzích, budeme vycházet při predikci tržeb všech sledovaných společností.

RYCHLEJŠÍ ZOTAVENÍ V USA NEŽ V EVROPĚ

První zastavení uděláme znovu v Evropě. Nejrychlejší růst pro následující 4 roky v evropských prodejkách (CAGR 09-13e) čekáme u Renaultu (3,0%) a PSA (2,5%). Rychlý růst podpoří zisk tržního podílu v roce 2009 a očekávaný 2010e, z velké části díky trvající vládní podpoře ve Francii, která je pro tyto společnosti hlavním evropským trhem. Druhým důvodem je počínající preference malých aut z nižší cenové kategorie mezi evropskými zákazníky. Růst na úrovni 2,1% u BMW a 2,2% u Daimleru očekáváme jako pozvolné vyrovnání propadu poptávky po autech vyšší kvality a ceny v době krize.

Prodeje sledovaných automobilek na evropském trhu včetně predikce

[tis. ks]	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	CAGR 07-13e	CAGR 09-13e
BMW	803	817	898	865	762	738	748	807	828	-1,3%	2,1%
	13,6%	1,7%	10,0%	-3,8%	-11,9%	-3,2%	1,4%	7,9%	2,7%		
Daimler	422	785	779	733	623	566	571	627	680	-2,2%	2,2%
	-2,8%	86,0%	-0,8%	-5,9%	-15,0%	-9,1%	0,8%	9,9%	8,4%		
Fiat	1 265	1 458	1 544	1 405	1 347	1 251	1 292	1 374	1 438	-1,2%	1,6%
	-8,7%	15,3%	5,9%	-9,0%	-4,1%	-7,1%	3,2%	6,4%	4,6%		
PSA	2 361	2 296	2 330	2 131	2 192	2 173	2 244	2 390	2 422	0,6%	2,5%
	-2,6%	-2,7%	1,5%	-8,5%	2,9%	-0,8%	3,2%	6,5%	1,3%		
Renault	1 852	1 693	1 624	1 508	1 529	1 515	1 564	1 643	1 719	0,9%	3,0%
		-8,6%	-4,1%	-7,2%	1,4%	-1,0%	3,2%	5,1%	4,6%		
VW	3 525	3 779	3 862	3 778	3 492	3 056	3 209	3 525	3 672	-0,8%	1,3%
	7,2%	7,2%	2,2%	-2,2%	-7,6%	-12,5%	5,0%	9,9%	4,2%		

ZDROJ: Výroční zprávy, CYRRUS, a.s.
* Daimler = prodeje divize Mercedes-Benz

Ovšem ve srovnání se zmiňovanými Renaultem a PSA, kteří dosáhnou podle našich předpokladů prodejů z roku 2007 již v roce 2012, BMW a Daimler nebudou na těchto úrovních ani v roce 2013. Pro tyto dvě společnosti je hlavním evropským trhem stále Německo, kde po ukončení šrotovného na konci roku 2009 došlo k propadu poptávky v řádu desítek procent. Podle našeho názoru byl (zvláště v Německu) tímto programem odčerpán potenciál prodejů z let 2010 – 2013 z určité části do roku 2009. Tento jev podle nás v Evropě postihne i VW, třetí sledovanou automobilku se značnou převahou prodejů v Německu. U Fiatu bereme v úvahu tyto faktory: Státní podpora v Itálii (a v jiných zemích, kam Fiat vyváží) vypršela ke konci roku 2009 a celkové prodeje v Itálii v meziročním srovnání podle našeho předpokladu zaznamenají v roce 2010 pokles kolem 10%. Fiatu ale pomůže jeho zaměření na malá auta. Předpokládáme proto mírný nárůst tržního podílu v letech 2010 a 2011 (9,5% z 9,3% v r. 2009) a propad v prodejkách tak u něj nebude v roce 2010 podle našeho názoru tak prudký (-7,1%).

V USA je situace odlišná. Po relativně prudkých poklesech prodejů v letech 2008 a 2009 je zde prostor k rychlejšímu návratu k předkrizovým úrovním. Díky silícímu tržnímu podílu bude z oživující poptávky podle našeho předpokladu nejvíce získávat Volkswagen. Připomínáme, že VW dokázal zvýšit svůj podíl na

trhu v roce 2008 (na 2,3% z 2,0% v roce 2007) i v roce 2009 (na 2,8%) a očekáváme, že podíl VW dále poroste na 3,0% v dalších letech.

Prodeje sledovaných automobilek na U.S. trhu včetně predikce

[tis. ks]	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	CAGR 07-13e	CAGR 09-13e
BMW	307	314	336	304	242	260	292	347	361	1,2%	10,5%
	3,7%	2,1%	7,1%	-9,7%	-20,3%	7,3%	12,4%	18,8%	3,9%		
Daimler	224	248	253	251	203	229	264	301	313	3,6%	11,4%
	0,9%	10,7%	2,0%	-0,8%	-19,1%	12,7%	15,5%	13,8%	3,9%		
VW	312	330	329	315	298	371	417	463	481	6,5%	12,7%
	58,4%	5,9%	-0,3%	-4,5%	-5,3%	24,5%	12,4%	10,9%	3,9%		

ZDROJ: Výroční zprávy, CYRRUS, a.s.
* Daimler = prodeje divize Mercedes-Benz

Naproti tomu u BMW a Daimleru se růst tržního podílu po několika letech v roce 2008 a 2009 téměř zastavil. Spolu s celým trhem se tak jejich prodeje dostaly níže o 28% (BMW), resp. 20% (Daimler). Návrat k úrovním roku 2007 bude proto podle našeho názoru velmi pozvolný a bude trvat 3 roky u BMW, resp. 2 roky u Daimleru. V našich předpokladech počítáme se snížením tržních podílů těchto společností v roce 2010 (pro jejich zaměření na vozy vyšší cenové kategorie) a do roku 2013 navyšování na předkrizové hodnoty.

K Číně musíme zvolit specifický přístup. Jak už jsme rozebírali v kapitole o předpokládaném vývoji trhů, potenciál v Číně je minimálně pro roky 2010 a 2011 velmi vysoký (růst trhu v řádu desítek procent). Významnou roli bude hrát úspěch či neúspěch ve vyjednávání výrobců o partnerství s čínskými protějšky a stavbě nových továren pro potřebné navýšení kapacity výroby v této zemi. Rozložení očekávaných podílů mezi sledované výrobce už má mnohem menší dopad na predikované prodeje. Přesto jsme v tomto ohledu započítali rostoucí oblibu značky BMW v kategorii luxusních vozů a celkově nárůst poptávky po luxusních vozech (BMW a Daimler). Relativně vysoký tržní podíl VW (přes 10%) bude podle nás pro tento koncern obtížné dále navyšovat a předpokládáme jeho pozvolné snižování k 10% hranici.

Prodeje sledovaných automobilek na čínském trhu včetně predikce

[tis. ks]	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	CAGR 07-13e	CAGR 09-13e
BMW	61	75	99	126	157	171	189	20,7%	17,5%
	36,7%	23,3%	31,1%	27,2%	24,5%	9,1%	10,4%		
Daimler	27	43	67	90	104	114	126	29,3%	17,1%
	64,0%	59,0%	56,7%	34,2%	16,2%	9,1%	10,4%		
PSA	209	178	272	360	418	456	504	15,8%	16,6%
		-14,7%	52,8%	32,1%	16,2%	9,1%	10,4%		
VW	910	1 024	1 401	1 888	2 153	2 281	2 519	18,5%	15,8%
	28,0%	12,5%	36,7%	34,8%	14,0%	6,0%	10,4%		

ZDROJ: Výroční zprávy, CYRRUS, a.s.
* Daimler = prodeje divize Mercedes-Benz

Při srovnání v rámci světových prodejů má podle naší predikce největší potenciál růstu Volkswagen. Vezmeme pokles prodejů aut této značky v Evropě o 100 tis. ks. v roce 2008 a dalších 300 tis. ks. v roce 2009 a porovnejme jej se změnou prodejů v Číně. Zjistíme, že pokles prodejů v Evropě byl růstem v Číně nejen plně kompenzován, ale dokonce překonán. Volkswagen je tak jedinou ze sledovaných automobilek, která dokázala i v průběhu krize díky silné pozici v Číně zvyšovat světové prodeje automobilů a pro další 4 roky očekáváme pro VW díky působení Číně pokračování růstu světových prodejů. Fiat, pokud se dohodne na spolupráci s čínským partnerem od roku 2011 (viz výše) a začne

v Číně vyrábět a prodávat, vytvoří příležitost k navýšení prodejů z prakticky nulových hodnot.

Prodeje sledovaných automobilek na světovém trhu včetně predikce

[tis. ks]	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	CAGR 07-13e	CAGR 09-13e
BMW	1 328	1 374 3,5%	1 501 9,2%	1 436 -4,3%	1 286 -10,4%	1 257 -2,2%	1 339 6,5%	1 479 10,4%	1 537 3,9%	0,4%	4,5%
Daimler	1 217	1 252 2,9%	1 293 3,3%	1 273 -1,6%	1 094 -14,1%	1 122 2,6%	1 210 7,8%	1 307 8,1%	1 372 5,0%	1,0%	5,8%
Fiat	2 060	2 278 10,6%	2 608 14,5%	2 502 -4,1%	2 477 -1,0%	2 471 -0,2%	2 652 7,3%	2 858 7,8%	3 005 5,1%	2,4%	4,9%
PSA	3 390	3 366 -0,7%	3 428 1,9%	3 260 -4,9%	3 188 -2,2%	3 279 2,8%	3 406 3,9%	3 587 5,3%	3 664 2,2%	1,1%	3,5%
Renault	2 535	2 434 -4,0%	2 485 2,1%	2 382 -4,1%	2 309 -3,1%	2 323 0,6%	2 409 3,7%	2 525 4,8%	2 633 4,3%	1,0%	3,3%
VW	5 243	5 734 9,4%	6 190 8,0%	6 257 1,1%	6 336 1,3%	6 464 2,0%	7 021 8,6%	7 594 8,2%	8 058 6,1%	4,5%	6,2%

ZDROJ: Výroční zpráva, CYRRUS, a.s.
* Daimler = prodeje divize Mercedes-Benz

U společnosti Fiat vidíme druhý největší potenciál růstu prodejů. Téměř 30% automobilů této značky se totiž prodává v Jižní Americe a Fiat dokáže zvyšovat prodeje každoročně vyšším tempem než evropská konkurence. Ve výsledku se tak Fiat podle našeho očekávání přiblíží prodejům z roku 2007 již v roce 2011.

Společně posoudíme znovu BMW a Daimler. U Daimleru je potřeba vnímat uvedený CAGR 5,8% v souvislostech s velkým propadem prodejů v době krize. Jak BMW, tak i Daimler, se na úrovně prodejů dostanou dle našeho očekávání mezi lety 2012 a 2013. Důvod zůstává stejný, jako ten, který jsme uvedli pro jednotlivé trhy – postupný návrat zákazníků k dražší cenové skupině vozů.

Velmi „měkké přistání“ zajistilo v době krize Renaultu a PSA šrotovné ve Francii, která je pro obě automobilky stále hlavním trhem (nepůsobí v USA a v Číně není nárůst prodejů PSA vzhledem k jeho celkovým prodejům podstatný). Jak jsme již zmínili, myslíme si, že využíváním vládních podpor byla zčásti odčerpána poptávka následujících let. Vzhledem k pokračování programu do konce roku 2010 a specializaci automobilek na malá a levnější auta předpokládáme již jen mírný růst prodejů v letech 2010-2013.

V ROZVOJOVÝCH ZEMÍCH LEVNĚJI

Při nastavení ceny přihlíží výrobce k životní úrovni obyvatel, konkurenci v dané kategorii automobilů, tržnímu podílu aj. Podstatný rozdíl najdeme mezi cenami ve vyspělých a rozvojových zemích. V rozvojových zemích musí výrobce nastavit ceny níže zvláště ze začátku. S postupným budováním pozice na trhu a s rostoucí životní úrovní obyvatel pak ceny automobilů zpravidla rostou. Tento trend je dobře vidět například na cenách automobilů Fiat, VW a PSA v Jižní Americe.

Průměrné ceny automobilů v regionu Jižní Ameriky

[tis. EUR]	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fiat	8,9	10,8	11,6	13,6	15,0	13,1
VW	8,6	9,9	11,2	11,2	12,2	11,6
PSA	-	11,1	12,2	15,7	14,7	14,8

ZDROJ: Výroční zpráva, CYRRUS, a.s.
* průměrná cena je poměrem tržeb v regionu k počtu prodaných automobilů v regionu

Velmi záleží také na konkurenčním prostředí a hodnotě značky v regionu. Na příkladu se projevuje silná pozice Fiatu v Jižní Americe. Tato automobilka zde každým rokem navyšuje tržní podíl.

V Evropě a USA jsou ceny přibližně na dvojnásobné úrovni a jejich meziroční změna v posledních letech je minimální. Byl zde nastartován (a v průběhu krize umocněn) cenový boj o zákazníka a zvyšování cen je možné pouze ve výjimečných případech (vysoká hodnota značky, úspěšný model apod.). Ovlivňujícím faktorem jsou výše zásob. Jak jsme řekli dříve v této analýze, stav zásob je u automobilek v této chvíli velmi nízký. Jde o důsledek snížení objemu výroby jako reakce na propady v prodejkách. Výrobci pro tento rok v Evropě očekávají další pokles prodejků (z vyjádření některých z nich kolem 9%) a proto si myslíme, že zásoby (díky sníženému objemu výroby) neporostou. To by mělo podpořit cenovou stabilitu v Evropě (případně velmi mírný cenový růst).

NÁVRAT K PŘEDKRIZOVÝM TRŽBÁM: NEJRYCHLEJI V NĚMECKU

Předpokládaný počet prodaných automobilů a jejich cena v jednotlivých regionech dávají z velké části představu o možných celkových tržbách pro každou společnost. Shrnutí tržeb včetně naší predikce pro všechny sledované společnosti je uvedeno v následující tabulce.

Celkové tržby sledovaných automobilek včetně predikce

[tis. ks]	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	CAGR 07-13e	CAGR 09-13e
BMW	49 000	56 000 14,3%	53 200 -5,0%	50 681 -4,7%	50 040 -1,3%	54 140 8,2%	60 514 11,8%	63 630 5,1%	2,2%	5,9%
Daimler	96 308	99 399 3,2%	95 873 -3,5%	78 924 -17,7%	82 873 5,0%	90 242 8,9%	98 483 9,1%	104 414 6,0%	0,8%	7,2%
Fiat	51 832	58 529 12,9%	59 380 1,5%	50 102 -15,6%	49 603 -1,0%	53 436 7,7%	57 960 8,5%	61 155 5,5%	0,7%	5,1%
PSA	56 594	60 613 7,1%	54 356 -10,3%	48 471 -10,8%	49 500 2,1%	51 725 4,5%	55 213 6,7%	56 762 2,8%	-1,1%	4,0%
Renault	41 528	40 682 -2,0%	37 791 -7,1%	33 712 -10,8%	33 916 0,6%	35 871 5,8%	38 345 6,9%	40 796 6,4%	0,0%	4,9%
VW	104 875	108 897 3,8%	113 808 4,5%	105 187 -7,6%	102 506 -2,5%	111 099 8,4%	122 465 10,2%	129 756 6,0%	3,0%	5,4%

ZDROJ: Výroční zpráva, CYRRUS, a.s.

Z tabulky jde vidět jednoznačně silná pozice Volkswagenu. Propad tržeb zaznamenal pouze v roce 2009. Průměrné tempo růstu tržeb VW za roky 2007 – 2013e je 3,0%, 2009-2013e potom 5,4%. Z velké části je to díky tomu, že VW dokázal udržet meziroční růst prodejnosti i v době krize díky růstu poptávky v Číně. Na rok 2010 předpokládáme ještě slabý pokles tržeb na 102,5 mld. EUR. To proto, že i přes prudký nárůst počtu prodaných automobilů v Číně, kvůli tamním nízkým cenám, zůstane pro VW z hlediska tržeb i nadále hlavním trhem Evropa (60% tržeb). A v Evropě, jak jsme uvedli, předpokládáme pokles prodejnosti v roce 2010 a stabilní nebo mírně rostoucí ceny.

Slábnoucí německý (a evropský) trh postihl a podle nás ještě postihne také tržby BMW, ve větší míře i Daimleru. V roce 2010 pomůže oběma automobilkám oživení trhu v USA, méně už růsty prodejků v Číně, znovu kvůli nízkým cenám. Také pro BMW zůstane hlavním trhem Evropa až do konce naší predikovaného období, i když bude docházet k postupnému přesunu těžiště tržeb blíže k USA (Evropa 2010e: 55%, 2013e: 50%, USA 2010e: 23%, 2013e: 26%). V Číně zůstane podle našeho předpokladu podíl tržeb v rozmezí 16-18%.

Citelný propad tržeb o 16% v roce 2009 u Fiatu je způsobený propadem v prodejnosti jen z menší části. Počet prodaných automobilů si Fiat držel na relativně dobrých (i když klesajících) úrovních po dobu krize. Jde podle nás o důsledek snižujících se cen. V Evropě se prodeje Fiatu na rok 2010 podle naší predikce sníží o dalších 7%. Kompenzaci v tržbách mu poskytne Jižní Amerika. Fiat bude podle našeho názoru schopný se přiblížit k tržbám roku 2007 v roce 2012.

Myslíme si, že francouzské automobilky PSA a Renault se po poklesech v roce 2008 a 2009 díky pokračování podpůrných programů vrátí v roce 2010 k navyšování tržeb. Musíme však znovu připomenout, že potenciál prodejů je již kvůli šrotovného částečně vyčerpaný a bude záležet na tom, jak PSA a Renault využijí své regionální výhody a zvýšení tržních podílů z 2009 a 2010 do dalších let.

OCENĚNÍ

V dalším textu se už budeme blíže zabývat jednotlivými automobilkami, zaměříme se na poměrové ukazatele EV/EBITDA a P/E, podíváme se na marže a rentabilitu kapitálu a jiné ukazatele směřující pro tržní ocenění každé společnosti. Vzhledem k tomu, že jde o srovnávací analýzu, budeme hodnoty všech ukazatelů vztahovat k mediánu našeho výběru. Relativním měřítkem v tomto srovnání pak bude prémie či diskont k mediánu.

V roce 2009 a 2010e se u některých společností objevují hodnoty poměrových ukazatelů mimo obvyklý rozsah. Ty jsou způsobeny velmi nízkým, téměř nulovým ziskem či ztrátou.

EV/EBITDA					
	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
BMW	8,14	7,85	6,91	5,90	5,37
prémie / diskont	-40%	-11%	2%	4%	6%
Daimler	63,13	12,46	7,92	6,29	5,23
prémie / diskont	368%	42%	17%	11%	3%
Fiat	10,56	9,48	6,60	5,41	4,61
prémie / diskont	-22%	8%	-2%	-4%	-9%
PSA	16,39	8,07	6,01	4,60	4,28
prémie / diskont	22%	-8%	-11%	-19%	-15%
Renault	58,93	11,18	8,65	7,74	6,97
prémie / diskont	337%	27%	28%	37%	38%
VW	7,87	7,79	6,36	5,36	4,88
prémie / diskont	-42%	-11%	-6%	-5%	-3%
Medián	13,47	8,78	6,75	5,65	5,06

ZDROJ: Výroční zprávy, CYRRUS, a.s.

P/E					
	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
BMW	122,39	25,10	11,56	8,27	6,55
prémie / diskont	-3507%	-28%	10%	21%	14%
Daimler	-16,56	26,92	16,48	11,33	10,68
prémie / diskont	361%	-23%	57%	65%	86%
Fiat	-11,97	42,57	9,88	6,28	4,93
prémie / diskont	233%	23%	-6%	-8%	-14%
PSA	-4,35	1073,07	6,85	3,85	3,12
prémie / diskont	21%	2988%	-35%	-44%	-46%
Renault	-2,84	53,92	7,28	5,30	4,07
prémie / diskont	-21%	55%	-31%	-23%	-29%
VW	34,25	18,76	11,13	7,44	6,67
prémie / diskont	-1053%	-46%	6%	8%	16%
Medián	-3,59	34,74	10,50	6,86	5,74

ZDROJ: Výroční zprávy, CYRRUS, a.s.

Aktuálně se akcie BMW z pohledu EV/EBITDA a P/E obchodují s diskontem vůči mediánu sledovaných společností. V dalších letech se tento diskont se započítáním očekávaných zisků postupně vytrácí. BMW má nejvyšší marže na úrovni EBITDA a předpokládáme i nejvyšší marže počítáno z čistého zisku do konce roku 2013. Rentabilita vlastního kapitálu je u BMW taktéž výrazně vyšší než u ostatních automobilek. Je to zčásti díky efektivnímu využití cizího kapitálu

(D/E 3,08 v roce 2009 bylo nejvyšší ze sledovaných společností). Výplatní poměr si BMW drží na mediánu, ale nutno dodat, že jej v zájmu zachování výplaty dividendy výjimečně navýšilo v roce 2009 téměř na 100%. BMW tak učinilo, aby investory přesvědčilo o finanční stabilitě společnosti. Očekávání návratu (především) evropských zákazníků k nákupům aut vyšší kvality pomůže BMW k relativně krátké cestě k tržbám z roku 2007. Síla značky, růstový potenciál v dalších letech a popsané poměrové ukazatele nás vedou k započtení 20% prémie pro akcie BMW.

Akcie Daimleru se z pohledu EV/EBITDA obchodují již nyní s premií a do dalších let očekáváme pouze její mírné snižování. Tomuto výrobcu podle nás rychle porostou tržby mezi lety 2009-2013e, ale na tržby z 2007 se dostane až na konci predikovaného období. Připomínáme, že 50% tržeb jde Daimleru z Evropy, která se na úrovni z minulých let bude dostávat velmi pozvolna. Podle našeho modelu si Daimler dokáže udržet marže mírně nad mediánem. Rentabilita vlastního kapitálu v 2010e bude také nad mediánem, nicméně od roku 2011e se k němu bude velmi rychle přibližovat. S menším zadlužením je tato kombinace jen mírně pozitivní v našem ocenění. Myslíme si, že poměr částky ze zisku vyplacený na dividendách se po výjimečném roce 2009 (0%) vrátí ke 40%, což je v porovnání s ostatními výrobci nejvyšší číslo. Akciím Daimleru po zohlednění výše zmíněných důvodů připisujeme premii ve výši 20%.

Marže EBITDA a NET PROFIT

Marže EBITDA

	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
BMW	22,3%	20,7%	19,0%	20,0%	21,0%	22,0%	23,0%
Daimler	17,0%	8,7%	1,9%	9,0%	13,0%	15,0%	17,0%
Fiat	9,7%	8,9%	5,3%	6,0%	8,0%	9,0%	10,0%
PSA	7,7%	5,7%	3,5%	7,0%	9,0%	11,0%	11,5%
Renault	14,6%	10,4%	1,7%	9,0%	11,0%	11,5%	12,0%
VW	15,1%	13,5%	11,1%	11,5%	13,0%	14,0%	14,5%
Medián	14,9%	9,6%	4,4%	9,0%	12,0%	12,8%	13,3%

Marže NET PROFIT

	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
BMW	5,6%	0,6%	0,4%	2,0%	4,0%	5,0%	6,0%
Daimler	4,0%	1,5%	-3,4%	2,0%	3,0%	4,0%	4,0%
Fiat	3,5%	2,9%	-1,7%	0,5%	2,0%	2,9%	3,5%
PSA	1,4%	-0,9%	-2,6%	0,0%	1,5%	2,5%	3,0%
Renault	6,7%	1,6%	-9,1%	0,5%	3,5%	4,5%	5,5%
VW	3,8%	4,1%	0,9%	1,8%	2,8%	3,8%	4,0%
Medián	3,9%	1,5%	-2,2%	1,2%	2,9%	3,9%	4,0%

ZDROJ: Výroční zpráva, CYRRUS, a.s.

U Fiatu, vzhledem ke ztrátě v roce 2009 můžeme vycházet pouze z ukazatele EV/EBITDA, podle něhož se akcie obchodují současně s diskontem 22% vůči sledovanému mediánu. V porovnání s ostatními dokáže podle našeho očekávání Fiat lépe zhodnotit vložený kapitál, do roku 2013 se ROE přiblíží 16,4%. Růst předpokládáme i u návratnosti aktiv. Obojí při zadluženosti poblíž úrovně mediánu. Marže Fiatu jsou však nízké. Podle našich očekávání, EBITDA i NET PROFIT marže budou i nadále výrazně pod mediánem. Omezená aktivita Fiatu v Číně je do jisté míry doplňována prodeji a sílící tržní pozicí v Jižní Americe. Fiatu pomůže zvýšit prodeje a tržby zaměření na malá auta. Pro akcie Fiatu ve výsledku nevidíme důvod k započtení prémie ani diskontu.

ROE, ROA, D/E, Úrokový štít
ROE

	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
BMW	/	1,49%	1,01%	5,00%	10,43%	13,39%	15,16%
Daimler	/	3,67%	-8,46%	5,37%	8,32%	11,39%	11,16%
Fiat	/	15,20%	-8,09%	2,29%	9,86%	14,43%	16,38%
PSA	/	-2,41%	-8,83%	0,04%	5,98%	10,05%	11,38%
Renault	/	2,65%	-16,48%	1,03%	7,54%	9,68%	11,70%
VW	/	14,91%	2,74%	4,97%	8,12%	11,50%	11,75%
Medián	/	3,16%	-8,28%	3,63%	8,22%	11,44%	11,72%

ROA

	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
BMW	/	0,67%	0,56%	1,47%	2,55%	3,67%	3,95%
Daimler	/	2,03%	-1,36%	2,89%	3,99%	5,12%	6,02%
Fiat	/	3,94%	0,00%	1,48%	3,18%	4,41%	5,28%
PSA	/	-0,81%	-2,43%	0,77%	2,02%	3,65%	3,83%
Renault	/	1,43%	-4,02%	0,80%	2,50%	3,05%	3,56%
VW	/	4,78%	1,66%	2,08%	2,80%	3,55%	4,00%
Medián	/	1,73%	-0,68%	1,47%	2,67%	3,66%	3,98%

D/E

	2007	2008	2009
BMW	2,02	2,98	3,08
Daimler	1,44	1,79	1,83
Fiat	1,59	1,93	2,57
PSA	2,11	2,10	2,55
Renault	1,27	1,54	1,99
VW	1,82	1,86	2,07
Medián	1,70	1,89	2,31

Úrokový štít

	2007	2008	2009
BMW	5,60	1,64	1,56
Daimler	19,50	5,03	-0,85
Fiat	2,96	2,73	1,00
PSA	4,60	-0,62	-2,05
Renault	9,24	3,62	-4,45
VW	5,38	4,83	2,23
Medián	5,49	3,17	0,08

ZDROJ: Výroční zpráva, CYRRUS, a.s.

Akcie výrobce automobilů Peugeot a Citroën se aktuálně obchodují s premií 22% vůči mediánu, nahlíženo ukazatelem EV/EBITDA. Poměrový ukazatel P/E nelze použít ze stejného důvodu jako u předchozí automobilky Fiat. PSA utrpělo v roce 2009 ztrátu a P/E tak nemá za tento rok vypovídací hodnotu. Marže PSA zůstanou podle našeho očekávání v letech 2010 – 2013 na podprůměrných úrovních. Zvláště marže počítané z čistého zisku zůstanou desítky procent pod úrovní sledovaného mediánu. Vlastní kapitál i aktiva budou podle našich předpokladů zhodnocována v budoucnu hůře než u ostatních společností, PSA se v těchto ohledech bude jen pomalu přibližovat k mediánu. Přitom zadlužení automobilky je lehce nad mediánem. PSA tedy neumí využít cizí kapitál tak efektivně, jako např. BMW. Výplatní poměr dividendy je u PSA nastaven na 20%, tedy přibližně srovnatelný s mediánem. Připočteme-li dále fakt, že hlavním trhem PSA zůstává z téměř 70% Evropa a výrazněji se (dle dostupných informací) nerozvíjí v jiných regionech, zvolíme při tržním oceňování této společnosti 20% diskont.

Druhé francouzské automobilce Renault je z pohledu EV/EBITDA v současnosti přisuzována vysoká premie. Vysoké číslo je dáno nízkými zisky (EBITDA) Renaultu v roce 2009 a podíváme se proto spíše do dalších let, kde se ukazatel EV/EBITDA pohybuje na 30% premii vůči mediánu (na základě aktuálně očekávaných budoucích zisků). Aktuálně nízké marže budou podle našich předpokladů do roku 2013 vyrovnány s mediánem (EBITDA marže), resp. medián překonají (marže z čistého zisku). Zhodnocení vlastního kapitálu bude u Renaultu narůstat v prvních dvou letech (2010 a 2011) rychlejším tempem než u PSA, v ROE 2012e, 2013e a ROA 2010e-2013e jsou však již automobilky

srovnatelné (přibližování k mediánu do roku 2013). Renaultu přidává v našem ocenění nižší poměr dluhu k vlastnímu kapitálu, kdy D/E za rok 2009 (i dříve) drží na hodnotách pod sledovaným mediánem. Pokud Renault obnoví vyplácení dividendy od fiskálního roku 2010, očekáváme, že výplatní poměr bude vyšší než u většiny ostatních zahrnutých společností, a to 40% (2010), resp. 30% v dalších letech. Zaměření na malá auta a nedávná dohoda s Daimlerem o vzájemné spolupráci v oblasti výzkumu a vývoje je pro Renault dobrým výchozím bodem pro další rozvoj. Po zvážení všech uvedených důvodů budeme při stanovování cílové ceny akcií Renault uvažovat 10% prémii.

Payout ratio							
	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
BMW	22%	61%	96%	30%	20%	20%	20%
Daimler	51%	43%	0%	40%	40%	40%	40%
Fiat	26%	0%	-26%	20%	25%	25%	25%
PSA	40%	0%	0%	20%	20%	20%	20%
Renault	41%	0%	0%	40%	30%	30%	30%
VW	18%	17%	69%	50%	30%	21%	20%
Medián	33%	8%	0%	35%	28%	23%	23%

ZDROJ: Výroční zprávy, CYRRUS, a.s.

Pohledem obou poměrových ukazatelů můžeme říci, že akcie poslední vybrané společnosti, Volkswagen, se nyní obchodují se značným diskontem (42% dle EV/EBITDA, u P/E musíme brát v potaz znovu fakt, že medián P/E je záporný a proto vypočítaný diskont vychází jako velmi vysoké číslo). VW na predikované období lehce překonává medián v maržích, ROE či ROA, z minulých let víme, že zadluženost této společnosti je udržována také v jeho blízkosti, v roce 2009 byl ovšem VW schopen zadluženost snížit a zároveň zvýšit návratnost vlastního kapitálu i aktiv (jako jeden z mála). Více než 6 mil. vozů prodaných v každém z let 2007-2009 a přes 8mil. prodaných vozů očekávaných v roce 2013 dělá z VW společnost s velmi silnou pozicí v Evropě, Číně a Jižní Americe, tržní podíl získává v USA. Na rozdíl od ostatních sledovaných společností disponuje širokou produktovou řadou, od malých a levných automobilů po luxusní limuzíny, SUV či sportovní automobily. Dokáže se tak lépe přizpůsobit aktuální a místní poptávce na každém trhu. Po zvážení všech těchto faktorů přičítáme akciím VW 10% prémii při stanovování cílové ceny.

CÍLOVÉ CENY A DOPORUČENÍ

Výsledná cílová cena každé automobilky je průměrem cílových cen získaných na základě ukazatelů EV/EBITDA a P/E v letech 2011e a 2012e. Každá z cen má ve výpočtu průměru stejnou váhu. Aktuální ceny jsou zafixované ke konci obchodního dne 6.7.2010.

Cílové ceny					
	[€]	Cena tržní*	Cena cílová	Rozdíl	Doporučení
BMW		38,9	48,7	25,1%	Koupit
Daimler		41,6	38,2	-8,2%	Prodat
Fiat		8,7	8,5	-2,0%	Držet
PSA		22,7	24,5	8,0%	Akumulovat
Renault		33,1	28,9	-12,7%	Prodat
VW - pref.		71,3	87,9	23,2%	Koupit

* tržní cena k závěru obchodování 8.7.2010
ZDROJ: Bloomberg, CYRRUS, a.s.

U titulu BMW nám vyšla cílová cena 48,7 EUR. To je o 25,1% více, než aktuální tržní cena 38,9 EUR. Naše doporučení pro akcie BMW proto zní „Koupit“.

Akcie Daimleru jsou na trhu oceněny na úrovni 41,6 EUR. Naše cílová cena 38,2 EUR je o 8,2% níže. Doporučujeme proto akcie Daimleru „Prodat“.

U akcií společnosti Fiat nám vyšla cílová cena 8,5 EUR, v porovnání s aktuální cenou 8,7 EUR jde o 2,2% záporný rozdíl. Doporučením je proto akcie „Držet“.

Naše cílová cena pro akcie společnosti PSA je 24,5 EUR, to je o 8% více než 22,7 EUR na trhu, doporučujeme proto akcie „Akumulovat“.

Akcie Renault nyní stojí 33,1EUR. Ve srovnání s naší cílovou cenou 28,90 jde o rozdíl 12,7%. Dáváme proto doporučení „Prodat“.

Pro preferenční akcie společnosti Volkswagen nám vychází cílová cena 87,9EUR, což je o 23,2% více než jaká je tržní cena těchto akcií a dáváme proto doporučení „Koupit“.

K cílovým cenám pro úplnost doplňujeme citlivostní analýzu, která zachycuje cílové ceny pro každou automobilku v závislosti na stanoveném diskontu, resp. prémii.

Citlivostní analýza cílových cen

[€]		BMW	Daimler	Fiat	PSA	Renault	VW
Diskont	-30%	16,5	16,2	4,9	18,9	6,9	42,4
	-20%	21,3	19,4	5,9	24,5	11,2	51,2
	-10%	26,9	23,3	7,1	31,2	16,2	61,6
	0%	33,7	28,0	8,5	39,2	22,2	74,1
Prémie	10%	41,2	33,1	10,1	48,0	28,9	87,9
	20%	48,7	38,2	11,7	56,8	35,6	101,6
	30%	56,1	43,3	13,3	65,6	42,2	115,4

ZDROJ: CYRRUS, a.s.

BMW AG

OD LETECKÝCH MOTORŮ PO
GLOBÁLNÍHO HRÁČE V AUTOPRŮMYSLU

BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG

Datum vydání: 9.7.2010

Aktuální doporučení: Koupit
Aktuální cílová cena: 48,7 EUR

Vývoj ceny akcií BMW



Struktura akcionářů BMW

Stefan Quandt	17,40%
Johanna Quandt	16,70%
Susanne Klatten	12,60%
AXA S.A.	3,60%
Free float	49,70%

K 19.1.2010

Základní informace o akcích BMW

Data ke dni: 8.7.2010
Cena akcie: 38,9 EUR
Počet vydaných akcií: 601,995 mil.
Tržní kapitalizace EUR: 25,0 mil.

52-week max: 41,8 EUR
52-week min: 25,05 EUR
Beta: 1,05

Sídlo firmy:

Petuelring 130
80788 Munich
Německo

Web: www.bmwgroup.com

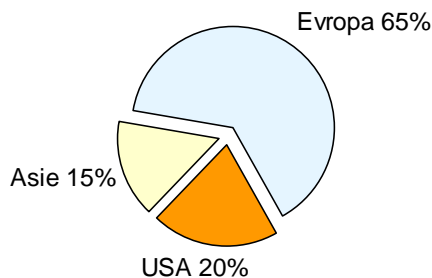
ISIN: DE0005190003
WKN: 519000
Bloomberg: BMW GY

BMW (Bayerische Motoren Werke, AktienGesellschaft) je akciová společnost se sídlem v Německu, která začínala v roce 1917 v Mnichově jako výrobce leteckých motorů pro potřeby první světové války. Po jejím skončení se společnost musela přeorientovat na „mírové“ tržní prostředí. Tak v roce 1923, po výrobě brzd a motorů pro lokomotivy, začala vyrábět motocykly. Dnes BMW vyrábí a prodává automobily (převážně) vyšší třídy a motocykly po celém světě. Produktová řada BMW je velmi široká, od malých aut, přes sedany, po SUV či sportovní vozy.

Pod BMW Group v současné době spadají již tři značky, a to BMW, MINI a Rolls-Royce. Je patrné, že společnost se soustředí především na zákazníky, kteří jsou ochotni si připlatit za kvalitu a výjimečnost svého vozu a prémiové služby. Všechny operace společnosti jsou koordinovány z Mnichova (Německo). Naproti tomu, střediska výzkumu a vývoje, výrobní haly a prodejní centra jsou rozmístěna po celém světě. Nejvíce aktivit provozuje BMW v Evropě, následují USA, Asie (především Čína) a Jižní Amerika.

Hlavními trhy pro BMW jsou v pořadí Evropa, USA a Čína. Z rychle rostoucího trhu v Číně se BMW snaží získat maximum. Již v roce 1994 otevřela společnost kancelář v Pekingu, v roce 2003 vyjelo z výrobní haly v Shenyangu první BMW řady 3 a dnes se zde vyrábí i BMW 5 pro Čínský trh.

Hlavní trhy BMW podle počtu prodaných aut



ZDROJ: Výroční zpráva, CYRRUS, a.s.

V současné době je vydaných 601,995 mil. běžných a 52,665 mil. preferenčních akcií BMW. Běžné akcie jsou obchodovány od roku 1926, preferenční byly vydány v roce 1989, nesou o 0,02 euro vyšší dividendu než akcie běžné a jejich držitelé nemají žádná hlasovací práva. Preferenční akcie byly vydány především v rámci programu spoluúčasti zaměstnanců na ziscích společnosti.

Nejúspěšnějším modelem (dle počtu prodejů za rok 2009) je stále BMW řady 3, následované BMW 1 a BMW 5. Na oblíbě si získává nový model X1. Nejvyšší nárůst prodejů oproti loňskému roku je znatelný u modelu řady 7 (+35,7%) a model se tak stává lídrem v segmentu pro trhy v Evropě a Číně.

Daimler AG

GOTTLIEB DAIMLER A CARL BENZ POSTAVILI PRVNÍ AUTOMOBIL

DAIMLER AG

Datum vydání: 9.7.2010

Aktuální doporučení: Prodat
Aktuální cílová cena: 38,2 EUR

Vývoj ceny akcií Daimler



Struktura akcionářů Daimler

Aabar investments	9,10%
Kuwait	6,90%
Institutional investors	63,10%
Private investors	20,90%

K 31.12.2009

Základní informace o akciích Daimler

Data ke dni:	8.7.2010
Cena akcie:	41,6 EUR
Počet vydaných akcií:	1061,185 mil.
Tržní kapitalizace EUR:	43,8 mil.
52-week max:	44,5 EUR
52-week min:	23,65 EUR
Beta:	1,29

Sídlo firmy:

Epplestrasse 225
70567 Stuttgart
Německo

Web: www.daimler.com

ISIN: DE0007100000
WKN: 710000
Bloomberg: DAI GY

Společnost byla založena v roce 1886, když Gottlieb Daimler a Carl Benz uvedli do provozu první automobil vůbec. Nyní, s divizemi Mercedes-Benz Cars, Daimler Truck, Mercedes-Benz Vans, Daimler Buses a Daimler Financial Services je skupina Daimler Group jednou z největších, která vyrábí a prodává osobní auta, lehké užitkové vozy a nákladní automobily včetně tahačů, vše v úrovni vyšší kvalitativní třídy, a to po celém světě. Společnost také vlastní majoritní podíly ve skupině EADS a F1 týmu Vodafone McLaren Mercedes.

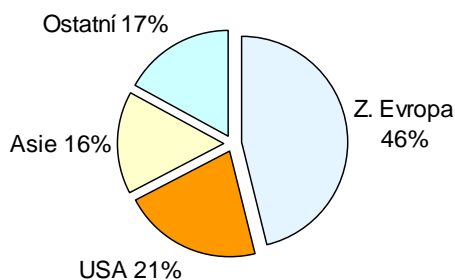
Značky vozů, které nyní spadají pod skupinu Daimler Group, jsou Mercedes-Benz, Smart, Maybach, Freightliner, Western Star, Fuso, Setra, Orion a Thomas Built Buses.

Středisko spol. Daimler AG je ve Stuttgartu (Německo), ovšem další pobočky jsou rozprostřeny na čtyřech kontinentech.

Pod symbolem DAI jsou akcie společnosti obchodovány na burzách ve Frankfurtu, New Yorku a Stuttgartu. Poslední známý počet akcií je 1061,185 mil. a jde o běžné akcie. Preferenční ani jiné akcie Daimler nevydal.

Trhy, které jsou určující pro další vývoj hospodaření Daimleru, jsou znázorněny graficky níže. V největší míře jsou příjmy stále vázány na území západní Evropy, kterou pro Daimler z poloviny představuje německý trh. Dále jsou aktivity společnosti směřovány na americký trh, kde podíl USA na celkových tržbách činí 21%. Jelikož ani Daimler nezaspal dobu a včas vstoupil na asijský trh, především ten čínský, pochází odtud již nyní docela značný podíl jeho tržeb, a to cca 16%. Z prudkého růstu Čínského trhu těží Daimler v posledních letech převážně díky úspěchu svých osobních automobilů Mercedes-Benz.

Hlavní trhy Daimleru podle počtu prodaných aut



ZDROJ: Výroční zpráva, CYRRUS, a.s.

Největší část akcií společnosti je obchodovaná na burze, freefloat tvoří přes 80% akcií.

Fiat S.p.A

ZAČÁTKY FIATU S MODELEM 4HP

FIAT S.p.A

Datum vydání: 9.7.2010

Aktuální doporučení: Držet
Aktuální cílová cena: 8,5 EUR

Vývoj ceny akcií FIAT



Struktura akcionářů FIAT

Exor S.p.A.	30,50%
Other shareholders	25,40%
Other Institutional investors - EU	22,60%
Capital research & management company	5,20%
FMR LLC	5,00%
Other Institutional investors - outside EU	4,80%

K 31.12.2009

Základní informace o akciích FIAT

Data ke dni:	8.7.2010
Cena akcie:	8,7 EUR
Počet vydaných akcií:	1092,247 mil.
Tržní kapitalizace EUR:	10,0 mil.

52-week max:	11,27 EUR
52-week min:	6,57 EUR
Beta:	1,15

Sídlo firmy:

Via Nizza 250
10126 Turin
Itálie

Web: www.fiatgroup.com

ISIN: IT0001976403
WKN: 860007
Bloomberg: F IM

V roce 1899, přesně 11. července, byla podepsána smlouva o založení podniku na výrobu automobilů jménem Fiat. Sen století se začal uskutečňovat výrobou prvního Fiatu s označením 4HP, který dosáhl rychlosti až 35km/h a spotřeboval 8litrů/100km jízdy. Společnost se brzy stala jedním z vůdců v automobilovém průmyslu na celém světě.

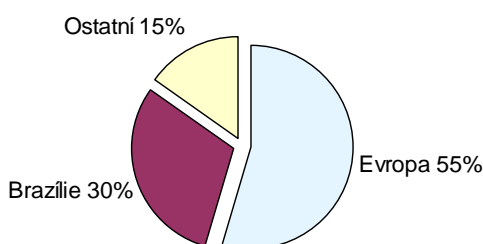
Fiat Group je jedním ze zakladatelů evropského automobilového průmyslu. Navrhuje, vyrábí a prodává osobní a nákladní automobily, zemědělské stroje, motory, převodovky a komponenty. To vše s důrazem na technologickou inovaci a kompatibilitu s životním prostředím.

Fiat má obchodní zastoupení asi ve 190 zemích po celém světě.

Z divize automobilů, která tvoří skupině většinu zisku, jsou podstatné značky Fiat, Alfa Romeo, Lancia, Abarth, Fiat professional, Maserati a Ferrari. Divize komerčních automobilů a nákladních vozů pak produkuje neméně známé modely pod značkou Iveco.

Kromě evropského trhu je činnost Fiatu dobře čitelná (a příjmově podstatná) na trhu v Jižní Americe. Tam je Fiat již velmi dobře „zabydlený“ a rok od roku zde zvyšuje svůj tržní podíl. Dále pak Fiat rozvíjí své působení v Asii. V Číně ovšem od roku 2008 nemá partnera pro výrobu a prodej (specifika čínského trhu) a výrobu by mohl obnovit až v roce 2011. Co se týče tržeb v USA, ty jsou zprostředkované skrze podíl v Chrysleru, pod značkou Fiat se v USA prodává zanedbatelný počet aut.

Hlavní trhy Fiatu podle počtu prodaných aut



ZDROJ: Výroční zprávy, CYRRUS, a.s.

Ke 31.12.2009 bylo v oběhu celkem 1092,247 mil. běžných akcií, 103,292 mil. preferenčních akcií a 79,913 tzv. „savings“. Běžné akcie nesou hlasovací práva, preferenční akcie nesou hlasovací práva pouze pro výjimečné případy a mívají vyšší dividendu (není pravidlem) a tzv. „savings“ akcie nemají hlasovací práva, naproti tomu jejich držitelé pobírají dividendu ztelně vyšší než akcionáři s běžnými akciemi. Primárním trhem je burza v Itálii (Miláno).

PSA Peugeot - Citroën

SPOLEČNĚ VE FRANCOUZSKÉM STYLU JIŽ TĚMĚŘ 35 LET

PSA Peugeot Citroën

Datum vydání: 9.7.2010

Aktuální doporučení: Akumulovat
Aktuální cílová cena: 24,5 EUR

Vývoj ceny akcií PSA



Struktura akcionářů PSA

Peugeot family	30,30%
Other foreign institutional shareholders	34,61%
Other French institutional shareholders	21,72%
Other individual account	6,37%
Tresory stock	3,07%
Employees	2,80%

K 31.12.2009

Základní informace o akciích PSA

Data ke dni:	8.7.2010
Cena akcie:	22,7 EUR
Počet vydaných akcií:	234,049 mil.
Tržní kapitalizace EUR:	5,1 mil.
52-week max:	26,705 EUR
52-week min:	16,505 EUR
Beta:	1,18

Sídlo firmy:

75 Avenue de la Grande Armee
75116 Paris
France

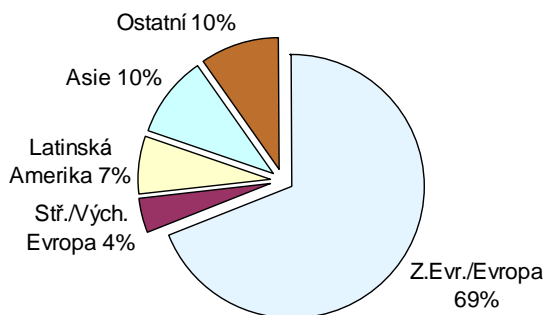
Web: www.psa-peugeot-citroen.com

ISIN: FR0000121501
WKN: 852363
Bloomberg: UG FP

PSA Peugeot Citroën je francouzský výrobce osobních a užitkových automobilů a motocyklů, které jsou prodávány pod značkami Peugeot a Citroën. Společnost vznikla v roce 1976 spojením Peugeot SA a Citroën SA, kde Peugeot SA převzal 89,95% akcií bankrotující společnosti Citroën SA. Spojením vznikla společnost PSA, která vlastní 100% akcií Peugeot SA a Citroën SA.

Pro PSA je nejvýznamnějším trhem stále Evropa, v níž je podstatná část prodeje alokována na domácím území Francie. Dalšími směrodatnými trhy jsou Asie a Rusko. Vzhledem k současnému rychlému růstu těchto trhů jako celku se pozornost PSA postupně přesouvá právě sem. V Číně spolupracuje Peugeot Citroën s Dongfeng Motor Industry Investment Co. a pod hlavičkou Dongfeng Peugeot Citroën Automobile Co. vyrábí celou řadu automobilů pro čínský trh, např. modely Citroën C2, Peugeot 207, tedy modely malých aut, které jsou v Číně nejžádanější.

Hlavní trhy PSA podle počtu prodaných aut



ZDROJ: Výroční zprávy, CYRRUS, a.s.

Výrobní haly PSA jsou rozprostřeny po celém světě. V Evropě samozřejmě nejvíce ve Francii, dále např. ve Španělsku, Itálii nebo Portugalsku. Výroba probíhá také v České republice, a to v Kolíně. Mimo Evropu jsou pak pro PSA mimo jiné důležité výrobní a montážní haly v Číně (Xiang Fan), Brazílii (Porto Real) a Argentině (Buenos Aires, Jeppener).

Renault

MALÁ A LEVNÁ AUTA OD ROKU 1989

Renault

Datum vydání: 9.7.2010

Aktuální doporučení: Prodat
Aktuální cílová cena: 28,9 EUR

Vývoj ceny akcií Renault



Struktura akcionářů Renault

Public	65,06%
Nissan	15,00%
French state	15,01%
Employees	3,34%
Treasury stock	1,59%

K 31.12.2009

Základní informace o akcích Renault

Data ke dni:	8.7.2010
Cena akcie:	33,1 EUR
Počet vydaných akcií:	284,937 mil.
Tržní kapitalizace EUR:	8,9 mil.

52-week max:	39,695 EUR
52-week min:	22,395 EUR
Beta:	1,45

Sídlo firmy:

13-15 Quai le Gallo
92513 Boulogne Billancourt
France

Web: www.renault.com

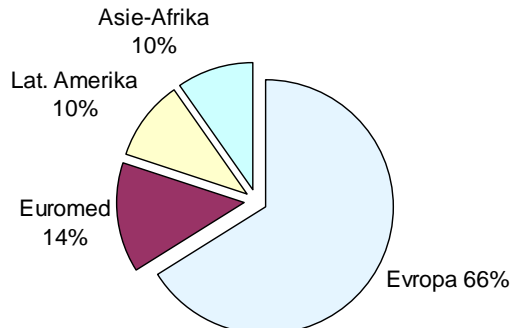
ISIN: FR0000131906
WKN: 893113
Bloomberg: RNO FP

Je francouzský výrobce osobních automobilů, lehkých užitkových vozů a nákladních vozů. Automobilce dali jméno bratři Renaultové, kteří si v roce 1899 otevřeli vlastní dílnu na Avenue de Course v Billancourtu a již v témže roce 12. června se zúčastnili Pařížského autosalonu se dvěma modely automobilů. Nutno podotknout, že první automobil této značky sestrojil jeden z bratrů, Louis Renault již rok předtím, v roce 1898 a uvedl jej v provoz v den svých 21. narozenin.

Záběr Renaultu postupem času rostl, vyráběly se letecké motory pro spojenecké armády v průběhu války, pak autobusy a další nové modely aut a malých aut převážně.

Renault nyní působí ve 118 zemích světa. Z evropských prodejů připadá téměř polovina na území Francie. Celá Evropa je pak stále polem působnosti s téměř dvoutřetinovým prodejním objemem pro Renault. Euromed zahrnuje země u středoziemního moře, Latin Americas potom země Jižní Ameriky. Ve zbytku světa, Asii a Africe, prodává zatím Renault jen cca 10% svých automobilů.

Hlavní trhy Renaultu podle počtu prodaných aut



ZDROJ: Výroční zprávy, CYRRUS, a.s.

V současné době spadají pod Renault tři značky. Jsou jimi Renault, Dacia a Renault Samsung Motors.

Důležitou vazbou Renaultu je aliance s Nissanem, kde Renault vlastní 44% akcií Nissanu a Nissan vlastní 15% akcií (bez hlasovacích práv) Renaultu. Aliance je řízena výborem sestaveným ze zástupců managementu obou firem. Jde tak o spojení dvou společností se zachováním jejich vlastní kultury a identity značky.

Nejúspěšnějšími modely značky Renault (podle prodaných kusů) v roce 2009 byly v pořadí Mégane III, Clio III a Twingo II, přičemž dva poslední jmenované jsou modely malých aut. Za značku Dacia stojí za zmínku stále oblíbenější model Sandero.

Volkswagen AG

„STRATEGIE 2018“

Volkswagen AG

Datum vydání: 9.7.2010

Aktuální doporučení: Koupit
Aktuální cílová cena: 87,9 EUR

Vývoj ceny preferenčních akcií VW



Struktura akcionářů Volkswagen

Porsche autom. holding SE	37,40%
Private shareholders/others	16,20%
Foreign institutional investors	15,00%
State of lower saxony	14,80%
Qatar Holding LLC	12,30%
German institutional investors	2,50%
Porsche Holding GmbH, Salzburg	1,80%

K 31.12.2009

Základní informace o pref. akciích VW

Data ke dni:	8.7.2010
Cena akcie:	71,3 EUR
Počet vydaných akcií:	170,0 mil.
Tržní kapitalizace EUR:	32,88 mil.

52-week max:	81,23 EUR
52-week min:	48,80 EUR
Beta:	0,94

Sídlo firmy:

Brieffach 1848-2
38436 Wolfsburg
Německo

Web: www.volkswagenag.com

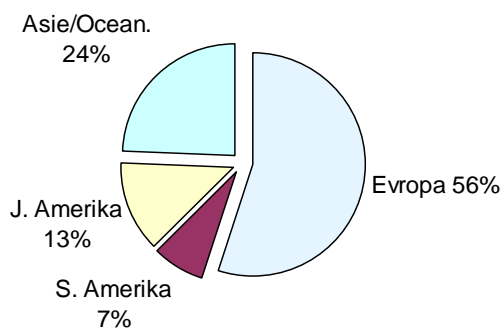
ISIN: DE0007664039
WKN: 766403
Bloomberg: VOW3 GY

Volkswagen AG (AktienGesellschaft, akciová společnost) začal stavět závod pro výrobu stejnojmenných vozů v roce 1938, čtyři roky poté, co byl konstruováním lidového vozu pověřen Ferdinand Porsche. První myšlenky na hromadnou výrobu malých a levných aut, tzv. lidových vozů (v německém překladu „Volkswagen“) se přitom v Německu objevují již v roce 1904. Cestu tehdy ukazoval masový americký trh s automobily.

Nyní již Volkswagen AG provozuje 60 závodů v patnácti zemích Evropy a dalších šesti zemích v Americe, Asii a Africe. Denně vyjede z výrobních hal 26 tisíc vozů různých značek, které pod Volkswagen spadají. Těmi jsou Volkswagen, Audi, Porsche, Bentley, Bugatti, Lamborghini, Scania, Seat a Škoda auto.

Stále největším trhem pro Volkswagen zůstává Evropa. Následuje Asie, především Čína, kde prudký růst poptávky po osobních automobilech a jejich prodeji v posledních letech mění výrazně také podíl prodeje na celkových prodeji Volkswagenu.

Hlavní trhy Volkswagenu podle počtu prodaných aut



ZDROJ: Výroční zpráva, CYRRUS, a.s.

Do roku 2018 si Volkswagen klade za cíl stát se světovou jedničkou mezi výrobci automobilů po stránce ekonomické i vztahem k životnímu prostředí.

Akcie Volkswagenu jsou rozděleny na běžné a preferenční. Preferenční akcie nemají hlasovací práva, naproti tomu je k nim vyplácena vyšší dividenda, zpravidla je rozdíl na dividendě mezi běžnou a preferenční akcií 0,06 euro. Počty akcií jsou 295,005 mil. kusů běžných akcií a 170,143 mil. kusů preferenčních akcií.

Informace CYRRUS, a.s. dle vyhlášky 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení

Informace dle § 7 odst. 3 vyhlášky

a) Poměr jednotlivých stupňů aktuálně platných investičních doporučení ke dni **9.7.2010**:

Stupeň doporučení	Počet	Podíl v %
Koupit	4	30,8
Akumulovat	4	30,8
Držet	3	23,1
Prodat	2	15,4

b) Podíl emitentů, jichž se týkala doporučení spadající do každého ze stupňů doporučení podle písmene a), kterým obchodník s cennými papíry CYRRUS, a.s. poskytl v uplynulých 12 měsících investiční služby významného rozsahu, a to zvlášť pro každý stupeň podle písmene a):

Společnost CYRRUS, a.s. neposkytla v uplynulých 12 měsících emitentům, kterých se týká některý ze stupňů investičních doporučení dle písmene a) investiční služby významného rozsahu.

Stupně investičních doporučení CYRRUS, a.s.

Koupit:

Odhadovaná vnitřní hodnota akcie je o 15% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 15% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Akumulovat:

Odhadovaná vnitřní hodnota je o 5% a více nad aktuálním kursem nebo existují speciální důvody očekávat růst kursu titulu o 5% a více nad aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Držet

Odhadovaná vnitřní hodnota je v rozmezí +-5% vůči aktuálnímu kursu nebo existují speciální důvody, proč očekávat stagnaci kursu titulu (např. je stanovena cena povinného odkupu, očekávají se výsledky odkupu apod.).

Prodat

Odhadovaná vnitřní hodnota je o více než 5% nižší než aktuální kurs nebo existují speciální důvody očekávat pokles kursu pod aktuální hodnotu (např. změny ve vlastnické struktuře, vývoj v sektoru atd.).

Časové rozlišení:

Běžně jsou doporučení poskytována jako dlouhodobá s investičním horizontem 6 až 12 měsíců. Pokud je výslovně uvedeno krátkodobé doporučení, je jeho investiční horizont dva týdny. Krátkodobá doporučení jsou vydávána pro využití pákových produktů (maržové obchody, certifikáty, warranty...) na analyzované aktivum s minimální pákou 3, tzn. procentní hodnoty uvedené výše se dělí třemi.

Analytické oddělení:

Marek Hatlapatka	Brno	hatlapatka@cyrrus.cz	Banky, energetika, zahr. trhy
Jan Procházka	Praha	prochazka@cyrrus.cz	Energetika, letecká doprava
Karel Potměšil	Praha	potmesil@cyrrus.cz	Farmaceutický průmysl, development
Ondřej Moravanský	Brno	moravansky@cyrrus.cz	Telekomunikace, IT, textilní průmysl
Jan Roh	Brno	roh@cyrrus.cz	Automobilový průmysl

Trading & Sales:

Pavel Pikna	Brno	pikna@cyrrus.cz
Kamil Kricner	Praha	kricner@cyrrus.cz

Portfolio management:

Jindřich Rovný	Praha	rovny@cyrrus.cz
Peter Dömeny	Brno	domeny@cyrrus.cz

Corporate finance:

Tomáš Kunčický	Brno	kuncicky@cyrrus.cz
Jiří Běhal	Brno	behal@cyrrus.cz

Výhrada (disclaimer):

Informace a investiční doporučení jsou vypracovány společností CYRRUS, a.s., obchodníkem s cennými papíry, se sídlem Brno, Veveří 111 („společnost“). Společnost je členem Burzy cenných papírů Praha, a.s. a Gieldy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Společnost podléhá regulaci a dohledu České národní banky. Společnost čerpá informace z důvěryhodných zdrojů a vynaložila přiměřenou péči, aby informace nebyly nepravdivé či zavádějící, nicméně nikterak nezaručuje jejich správnost. Pokud jsou v investičním doporučení uvedeny informace, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech společnosti nebo důvěryhodných zdrojů. Skutečnosti, které v budoucnu nastanou, se mohou od uvedených informací významně lišit. Informace mohou být zjednodušeny, neboť mají sloužit výhradně k vytvoření obecné a základní představy o dané otázce či tématu. Investiční doporučení představuje názor společnosti nebo osoby v něm uvedené ke dni zveřejnění a může být změněno bez předchozího upozornění. Interval budoucích změn investičního doporučení není možné předem stanovit. Investoři jsou povinni se o výhodnosti obchodů a investic do jakýchkoli finančních nástrojů rozhodovat samostatně, a to na základě náležitého zvážení ceny, případného rizika a vlastní právní, daňové a finanční situace. Pokud se v investičním doporučení hovoří o jakémkoliv výnosu, je vždy třeba vycházet ze zásady, že minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích, že jakákoliv investice v sobě zahrnuje riziko kolísání hodnoty a změny směnných kursů a že návratnost původně investovaných prostředků ani výše zisku není zaručena. Obsah dokumentu je chráněn dle autorského zákona, majitelem autorských práv je společnost. Společnost nenese odpovědnost za šíření nebo uveřejnění informací třetími osobami.

Upozornění na možné zájmy a střetů zájmů (disclosure):

Společnost nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu žádného emitenta finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích. Žádný emitent finančních nástrojů, jež jsou obchodovány na regulovaných trzích nemá podíl větší než 5% na základním kapitálu společnosti. Společnost nemá s žádným emitentem finančních nástrojů uzavřenu dohodu týkající se tvorby a šíření investičních doporučení. Emitenti finančních nástrojů kotovaných na regulovaných trzích nejsou společností seznamováni s investičními doporučeními před jejich vydáním. Odměna osob, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení, je závislá zejména na kvalitě odvedené práce, dosažených výsledcích a celkového zisku společnosti. Osoby, které se podílejí na tvorbě investičních doporučení nejsou finančně ani jinak motivovány k vydání investičních doporučení konkrétního směru a stupně. Společnost uplatňuje v rámci organizace vnitřního provozu vnitřní předpisy, která brání vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením. Toho je dosahováno zejména důsledným dodržováním čínských zdí mezi jednotlivými organizačními útvary společnosti.

Bližší informace o společnosti, službách a analytické zpravodajství je možno nalézt na <http://www.cyrrus.cz>.

BRNO
Veverí 111 (Platinum)
616 00 Brno
Tel.: +420 538 705 711

PRAHA
Radlická 14, Anděl Park
150 00 Praha 5, Smíchov
Tel.: +420 221 592 361